全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（图解）巴菲特

华经◎编著

GRAPHIC BUFPHIT

本书以巴菲特独有的投资风格和管理方式为焦点，对他充满传奇色彩的投资策略、人生哲学和管理智慧等进行了详细的描述和深入透彻的分析。通过大量翔实的案例，尽可能重现着他令人神往的一生，揭示他的致富原则。本书不仅对他投资伯克希尔、GEICO、《华盛顿邮报》、可口可乐、吉列等企业的全过程进行了生动翔实的描述，还收录了巴菲特致股东的信，探讨的主题涵盖管理、投资及评估等各个方面，将巴菲特投资思想的精华一一呈现。

全书通过大量的图片、表格、资料、箴言和知识要点等，深入浅出，用最简单的方式来解构巴菲特传奇的投资哲学和“股神”的策略心法。语言轻松幽默，情节引人入胜，可以让您在最短的时间内轻松掌握其精髓，从中领略到一个崭新的投资世界，从而在投资中稳操胜券，实现自己的财富梦想。



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GRAPHIC BUFFETT

（图解）巴菲特



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

图解巴菲特/华经编著. —北京：经济管理出版社，2012.4

ISBN 978-7-5096-1829-5

Ⅰ. ①图… Ⅱ. ①华… Ⅲ. ①巴菲特，W.—投资—经验 Ⅳ. ①F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 041696 号

出版发行：经济管理出版社
北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层
电话：(010)51915602　　邮编：100038

印刷：三河市延风印装厂　　经销：新华书店

组稿编辑：陈　力　　责任编辑：杨国强
责任印制：木　易　　责任校对：陈　颖

720mm×1000mm/16　　20.75 印张　　333 千字
2012 年 6 月第 1 版　　2012 年 6 月第 1 次印刷

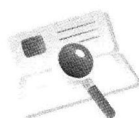
定价：39.80 元

书号：ISBN 978-7-5096-1829-5

·版权所有　翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号
电话：(010)68022974　　邮编：100836

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前言

我们无法选择人生从哪里开始，但可以选择要成为什么样的人。

——巴菲特

2008年，“福布斯全美400富豪榜”上，79岁的巴菲特力压比尔·盖茨，以620亿美元的财富，成为世界首富。与其他富翁不同，巴菲特是唯一一个通过投资成为世界首富的人，美国人称其为“100年来最伟大的投资者”。

沃伦·巴菲特，全球知名的投资大师、伯克希尔—哈撒韦公司总裁、美国纽约市卡多佐法学院教授及海曼公司治理中心主任。沃伦·巴菲特是美国最成功的集团企业的塑造者，他的一举一动都影响着全球市场走势。

股市投资，风云跌宕起伏，鲜有常胜常赢的“神人”。但美国的沃伦·巴菲特却被尊为“股神”。这个“一句话就能决定股票涨跌”的“股神”，为什么能如此之牛？他又怎样炼就了一身“不倒翁”式的炒股绝招？中国股民怎样做才能像他那样纵横股海……

作为世界顶尖的投资人，巴菲特的投资智慧和人生经历历来受到众多投资者的关注。巴菲特的成功并非偶然，9岁的他已经知道通过收集瓶盖来了解哪一种品牌的软饮料生意最红火。在为《华盛顿邮报》做报童时，他就考虑过可以依靠增加产品线来获得更大利益。他以100美元起家，历经半个多世纪，洞若观火而无往不胜，长青不老而富可敌国。

巴菲特的投资座右铭普通得不能再普通：当他人害怕时，你应当设法对它感兴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

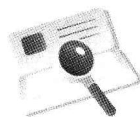
趣；当他人蜂拥而至时，你要小心提防。古人云，大道至简。巴菲特用他的亲身实践告诉我们，真正伟大的投资成功之道，只需要很少的几个原则就可以 。简单，却非常有效。不需要高智商，不需要高学历，任何一个小学毕业的普通投资者都能掌握、都能应用。

巴菲特在股票方面的投资天赋被很多人津津乐道。虽然不是每个人都能成为巴菲特，但是对于所有想从巴菲特的传奇人生和投资生涯中得到启示、提升投资技能并提高自己的人生层次的读者来说，本书意义深远。

本书以巴菲特独有的投资风格和管理方式为焦点，对他充满传奇色彩的投资策略、人生哲学和管理智慧等进行了详细的描述和深入透彻的分析。通过大量翔实的材料，我们尽可能重现巴菲特令人神往的一生，揭示了他的致富原则。我们不仅对他投资伯克希尔、GEICO、《华盛顿邮报》、可口可乐、吉列等企业的全过程进行了生动、翔实的描述，本书还收录了巴菲特致股东的信，探讨的主题涵盖管理、投资及评估等方面，将巴菲特精华的投资思想一一呈现。

全书通过大量的图片、表格、资料、箴言和知识提点等，深入浅出，用最简单的方式来解构巴菲特传奇的投资哲学和“股神”的策略心法；语言轻松幽默，情节引人入胜，可以让您在最短的时间内，轻松掌握其精髓，从中领略到一个崭新的投资世界，从而在投资中稳操胜券，实现自己的财富梦想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目录



第一章 | 寻找掷硬币的赢家
——巴菲特的价值投资理论 / 1

一、战胜市场绝非可以用“巧合”二字来解释 / 1
二、永远不要亏损，永远不要忘记第一条 / 2
三、评估——部分是艺术，部分是科学 / 4
四、付出的是价格，得到的是价值 / 6
五、你不需要懂市场，你只要懂得如何评估企业价值 / 8
六、有吸引力的时候，才应当购买它们 / 9
七、每一美元的收益转化为一美元的市场价值 / 11
八、企业的内在价值 / 13
九、在赢利概率最大时下赌注 / 14
十、市场短期是投票机，长期是称重机 / 16
十一、一口气赚 3.7 亿美元 / 18
十二、会计师的工作是记录，投资人的工作是估值 / 19
十三、不要在大象出现的时候才找枪 / 21
十四、一旦买入了股票一定要多看少动 / 22
十五、政府是分享利润的主要合伙人之一 / 24

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十六、你拖得起，机构主力可拖不起 / 25
十七、别做市场的分析师，要做企业的管理者 / 27
十八、一旦大笔买入，就要长期持有 / 29


第二章 把投资当做婚姻一样的终身大事
——巴菲特的集中投资策略 / 31

一、让“市场先生”为你所用 / 31
二、价格一定会向价值回归 / 33
三、不要浪费精力分析经济形势 / 34
四、如果市场总有效，我只能沿街乞讨 / 36
五、企业的无形资产可以抵抗通货膨胀 / 37
六、历史数据并不能说明未来的市场发展 / 39
七、如果你拥有 40 位妻妾，你无法对每一个女人都认识透彻 / 40
八、选择越少，反而越好 / 42
九、投资者最忌讳的是游击战术 / 43
十、计算机的精确性也不过是臆断和毫无根据的猜测 / 45
十一、打牌与投资相似，尽可能多地收集信息 / 46
十二、把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好它 / 48
十三、多元化是针对无知的一种保护 / 49
十四、80%的投资利润来自 20%的股票 / 50
十五、躺着赚钱，才能使财富暴涨 / 52
十六、挖掘 5~10 家企业进行长期投资 / 53
十七、购买公司而不是买股票 / 55
十八、投机没有任何可靠的胜算 / 56
十九、要了解公司基本面，而不是所谓的股市风云 / 58
二十、买了用人不当的企业的股票，等于买了一张准备倒闭关门的门票 / 59
二十一、不看重每年的业绩，而更看重 4~5 年的平均业绩 / 61
二十二、评估企业价值，以最合理的价格购买 / 63
二十三、树懒的懒散正代表着我们的投资模式 / 64
二十四、把所有的钱投到低成本的指数基金，然后继续努力工作 / 66

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章 | 金钱只为懂得它的人服务
——巴菲特教你如何读财报 / 69

一、不需要管理就能挣很多钱的行业，才是我想投资的 / 69
二、管理当局在吃软柿子时，厨房里绝对不可能只有一只蟑螂 / 71
三、再有良知的保险公司都无法准确预测保险的最终成本 / 72
四、预测本身能够让你更了解预测者 / 74
五、只有毛利率高的企业才有可能拥有高的净利润 / 75
六、营业费用直接影响企业的长期经营业绩 / 77
七、伟大的企业必须懂得严格控制费用 / 79
八、只有合理的资金分配才能使股票的内在价值倍增 / 80
九、一个伟大的国家也需要充沛的自由现金流 / 82
十、计算经营指标时不可忽视非经常性损益 / 83
十一、不仅要注意账面数字，还要了解该企业的会计准则 / 85
十二、自由现金流的充沛是衡量一家企业是否属于“伟大”企业的主要标志之一 / 87



第四章 | 选择企业如选妻
——巴菲特教你如何选择优势企业 / 89

一、以一般的价格买入非同一般的好公司 / 89
二、买入企业的标准之一是有持续稳定的赢利能力 / 90
三、在企业的价值被市场低估的时候买入 / 92
四、一个出色的企业应该具有某种特质 / 94
五、与伟人一起才能成就伟业 / 96
六、管理的基本目标是使股东价值最大化 / 97
七、首选“消费垄断”公司 / 99
八、投资股市的实质就是投资企业的发展前景 / 100
九、不在乎企业是巨型、大型、小型还是微型 / 102
十、多寻找一些具有特许经营权的企业 / 104
十一、关注连续三年的年收益增长率达到30%的公司 / 105
十二、投资业务能长期保持稳定的公司 / 107
十三、优秀治理结构是检验公司治理的核心 / 108

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十四、财务稳健的公司更具有获利能力 / 110
十五、优秀的管理是企业的金字招牌 / 112
十六、管理者的品质决定企业的内在价值 / 114
十七、资金配置能力是考验优秀管理者的价值尺度 / 115
十八、管理层是否优秀，在企业陷入困境时体现得更为明显 / 117
十九、哪家的管理层倾注心血，就可以投资那家企业 / 118
二十、业绩和管理者的品质是评估企业的两项硬指标 / 120
二十一、长期稳定的产业——不需要怎么管理也能赚大钱 / 121
二十二、寻找具有竞争优势的产业 / 123
二十三、选准行业的“领头羊” / 125
二十四、我们的经济命运取决于产业核心竞争力 / 126



第五章 | 希望与持有的股票“白头到老”
——巴菲特教你如何选股 / 129

一、利率变动是股市波动的晴雨表 / 129
二、通货膨胀失去控制，你买的国债就是废纸 / 131
三、经济政策对股市的心理影响 / 132
四、汇率变动对股市的巨大影响 / 134
五、根据经济循环周期来进行股票投资 / 135
六、不能投资那些快要没落的“夕阳”行业 / 137
七、管理人可以“变质”，行业不容易变相 / 139
八、赢利才是硬道理 / 140
九、要拥有企业中的“天然钻石” / 142
十、理性评估才能够找到最佳的投资机会 / 143
十一、偏爱具有持续竞争优势并且由有才能的人所经营的优秀企业 / 145
十二、企业的赢利水平和GDP的增长率有关联 / 146
十三、关注企业的升级计划及核心业务的强大 / 148
十四、业绩稳是选择股票的第一法则 / 150
十五、具有发展前景的业务是企业的饮水之源 / 151
十六、不要超越自己的能力圈边界去投资 / 153
十七、业务内容简单易懂的企业你值得拥有 / 155

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十八、过于复杂的业务内容只会加重你的风险 / 156
十九、你需要了解企业的新型业务 / 158
二十、有的时候也需要关注一些与众不同的业务 / 159
二十一、不要被别人的话语所左右 / 161
二十二、精益求精，只求更好 / 163



第六章 | 投资其实很简单，选准时机最关键
——巴菲特教你如何做交易 / 165

一、当优秀的公司需要进行手术治疗时，我们就买入 / 165
二、大势好未必你好，大势不好未必你不好 / 167
三、在价格具有商业价值时买入优质企业 / 169
四、一旦充满了信心，就做出买卖决定 / 170
五、股价跌得越厉害，你将来的投资回报就越安全 / 171
六、需要你理智决策的时候 / 173
七、会买的是徒弟，会卖的是师傅 / 174
八、只有极少数的股票才需要长期持有 / 176
九、时间、心血、精力和金钱，可能化为乌有 / 177
十、损单就是市场的交易单 / 178
十一、是否卖空股票，要看是否具备持久竞争优势 / 180
十二、卖掉赔钱股，留下绩优股 / 181
十三、疯狂的牛市，你该稍稍休息 / 183
十四、频繁交易会带来“摩擦”损耗 / 184
十五、蜜蜂式的频繁买卖任何时候都不可取 / 186
十六、“白头到老”有时也需要灵活变通 / 187
十七、看准谁是牌局里的“冤大头” / 189
十八、看准时机可使小利源源不断 / 190
十九、套利的好机会出现在公司转手、重整…… / 192
二十、发现一个雪茄烟蒂，它可能还可以再吸上两口 / 194
二十一、当钱比想法多时，你该进入这个领域 / 195
二十二、两个机会，一种风险 / 196
二十三、衍生工具应该被视为定时炸弹 / 198
二十四、无法辨别榆树和橡树的时候会更冷静 / 199

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二十五、当公司已经公告移转时，你可以投资 / 201


第七章 | 你不必像别人一样恐慌
——巴菲特教你如何防范风险 / 203

一、不要想着一夜暴富 / 203
二、当身处洞穴时，最重要的就是停止挖掘 / 204
三、永久性的优先 / 206
四、只等待完美的击球机会 / 207
五、在买入价格上留有安全边际 / 209
六、巴菲特神奇的“15%法则” / 210
七、股票越跌越安全 / 212
八、紧随市场环境的变化而变化 / 213
九、你可以冒险，前提是一定要有赢的把握 / 215
十、永远记住注意规避风险 / 216
十一、不可不防的多元化陷阱 / 217
十二、坚持自己的投资理念 / 219
十三、每一次操作都要有足够清晰的理由 / 220
十四、再好的制度都要警惕漏洞 / 222
十五、买贵也是一种买错 / 223
十六、钱少也要做长期投资 / 225
十七、机械模仿、盲目长期持股更危险 / 226
十八、分析的沼泽是阻碍投资者获利的重大障碍 / 227
十九、不可不信的数学概率 / 229
二十、独具慧眼的投资万能的法宝 / 230


第八章 | “我的成功来自自己的自律和别人的愚蠢”
——巴菲特的投资哲学 / 233

一、百分之百为客户着想 / 233
二、找到一群比我们更高大的人 / 234
三、高赢利能力创造的高价值 / 236
四、不打没把握的仗 / 238
五、足以列入名人堂的优秀“球员” / 239

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、看重 CEO 的才气与品格 / 241
七、与企业的繁荣同步繁荣 / 242
八、管理者的可爱与才干 / 244
九、世界上最成功的管理模式与最坚固的“城墙” / 246
十、折价换取更重要的东西 / 247
十一、不必为多余的资金另找出路 / 248
十二、稳定的收购政策 / 250
十三、克制扩张的冲动 / 252
十四、高于独立经营的获利 / 253
十五、判断企业正常的获利水平 / 255
十六、负债与资产之间的平衡艺术 / 256
十七、你每天醒来必须面对的“财产蒸发” / 258
十八、把税看做是一种无息的负债 / 260



第九章 钱永远不是最大的问题
——巴菲特的生活财富观 / 263

一、钱能带来的魅力 / 263
二、用自信与激情来驾驭人生 / 265
三、赚钱是一种快乐的游戏 / 266
四、只做有把握的事 / 267
五、先画准靶心再射箭 / 269
六、赚钱让生活更有乐趣 / 271
七、麻烦的捐赠：“施”比“受”更快乐 / 273
八、赠人玫瑰，手有余香——用财富分享爱和关怀 / 274
九、真正慷慨的富豪：学会散财是人生的一大智慧 / 276
十、最“寒酸”的大富翁：越有钱越要保持节俭的本色 / 277
十一、谁是最幸运的人 / 279
十二、无可辩解的投资观 / 280
十三、洋溢着快乐的财富价值 / 282
十四、投资成就本就是骄人成就 / 283

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十章 | 做自己喜欢做的事情
——巴菲特的投资实录 / 285
一、投资可口可乐后赢利 70 亿美元 / 285
二、看中 GEICO 的低成本优势 / 287
三、比钢硬 3 倍的刀片 / 289
四、重振运通的哈维·格鲁伯 / 290
五、只投资 0.11 亿美元便赢利 16.87 亿美元 / 292
六、从四轮马车起家的百年银行 / 293
七、投资中石油仅 2 年便赢利 7.61 亿美元 / 295



第十一章 | 做自己，你的人生由你打造
——巴菲特的人生经历 / 297
一、1929 年股灾；1930 年巴菲特诞生 / 297
二、数字与股票：少年巴菲特最感兴趣的两件事 / 300
三、令自己着迷的投资，15 岁便成了“小地主” / 301
四、曾经落榜哈佛商学院 / 302
五、成功离不开的黄金搭档——查理·芒格 / 304
六、青涩的创业第一步从 100 美元开始 / 306
七、牛刀“小”试：玩转美国运通 / 307
八、“9·11”梦魇让巴菲特损失了 22 亿美元 / 309
九、为什么要卖掉 10%英特尔原始股 / 310
十、一场残酷的个人胜利——成为报业大亨 / 312
十一、1987 年看股市大崩盘中的巴菲特 / 313
十二、成就“华尔街第一股神” / 315



后记 / 317

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

寻找掷硬币的赢家——巴菲特的价值投资理论

一、战胜市场绝非可以用“巧合”二字来解释



寻找企业整体的价值与代表该企业一小部分权益的股票市场价格之间的差异。实质上，他们利用两者之间的差异。

一般来说，采用价值投资法的投资者会用买下整个企业的审慎态度来下单买股票。投资者在买股票的时候，好比要买下街角的杂货店一样，会询问很多问题：这家店的财务状况怎样？是否存在很多负债？交易价格是否包括了土地和建筑物？未来能否有稳定的、强劲的资金收入？能够有怎样的投资回报率？这家店的业务和业绩增长的潜力怎样？如果以上问题都有满意的答案，并能以低于未来价值的价格把这家店买入，投资者就得到了一个价值投资的标的。

1984 年，巴菲特在哥伦比亚大学纪念格雷厄姆与多德合著的《证券分析》出版 50 周年的庆祝活动发表演讲时指出，人们在投资领域会发现绝大多数的“掷硬币赢家”都来自一个极小的智力部落，他称之为“格雷厄姆与多德部落”，这个特殊智力部落存在着许多持续战胜市场的投资大赢家，这种非常集中的现象绝非可以用“巧合”二字来解释。“来自‘格雷厄姆与多德部落’的投资者共同拥有的智力核心是：寻找企业整体的价值与代表该企业一小部分权益的股票市场价格之间的差异。实质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，他们利用两者之间的差异。”

价格和价值之间的关系适用于股票、债券、房地产、艺术品、货币、贵金属甚至整个美国经济——事实上所有资产的价值波动都取决于买卖双方对该资产的估价。一旦你理解了这一对应关系，你就具有了超越大多数个人投资者的优势，因为投资者们常常忽略价格与价值之间的差异。

从长期来看，公司股票的市场价值增长率不可能远超其内在价值增长率。在繁荣时期，由于公司更好地利用了经济规模效益和固定资产设施，收入增长可能会超越公司销售增长。在衰退时期，由于固定成本过高，公司收入也比销售量下降得更快（意味着公司的效率不充分）。但是，在实际操作中，股价似乎远远超过了公司的实际价值或者说预期增长率。实际上，这种现象不可能维持下去。股价与公司价值之间出现的断裂必须得到弥补。

如果理性的投资者拥有充分的信息，股票价格将会长期维持在公司的内在价值水平附近。然而在过热的市场下，当投资者愿意为一只股票支付所有家当的时候，市场价格将被迫偏离真实价值。于是华尔街便开始接受“这只股票被高估”这一非一般性的高增长率，并忽略了其他长期稳定的趋势。

当把市场运动的趋势放在整个经济背景中去考察时，价格与价值之间的差异就显得极为重要。假若股票价格在某一时期内增长了50%，而同时期公司收入只有10%的增长率，那么股票价值很可能被高估，从而注定只能提供微薄的回报。相反，股票价格下跌而公司收入上升，那么应当仔细地审视收购该股票的机会。如果股票价格直线下降，而价格收入比低于公司预期增长率，这种现象或许就可以看做是买入信号。股票价格最终会回归其价值，如果投资人利用价格和价值的差异，在价值被低估时买入股票，投资人将会从中获利（如图1-1）。

二、永远不要亏损，永远不要忘记第一条



安全边际概念可以被用来作为试金石，以助于区别投资操作与投机操作。

安全边际是对投资者自身能力的有限性，是股票市场波动的巨大的不确定性，是公司发展的不确定性的一种预防和扣除。如有了较大的安全边际，即使我们对公司价值的评估有一定的误差，市场价格在较长的时期内仍低于价值，公司发展即使暂时受到挫折，也不会妨碍我们投资资本的安全性，并能保证我们取得最低程度的满意报酬率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

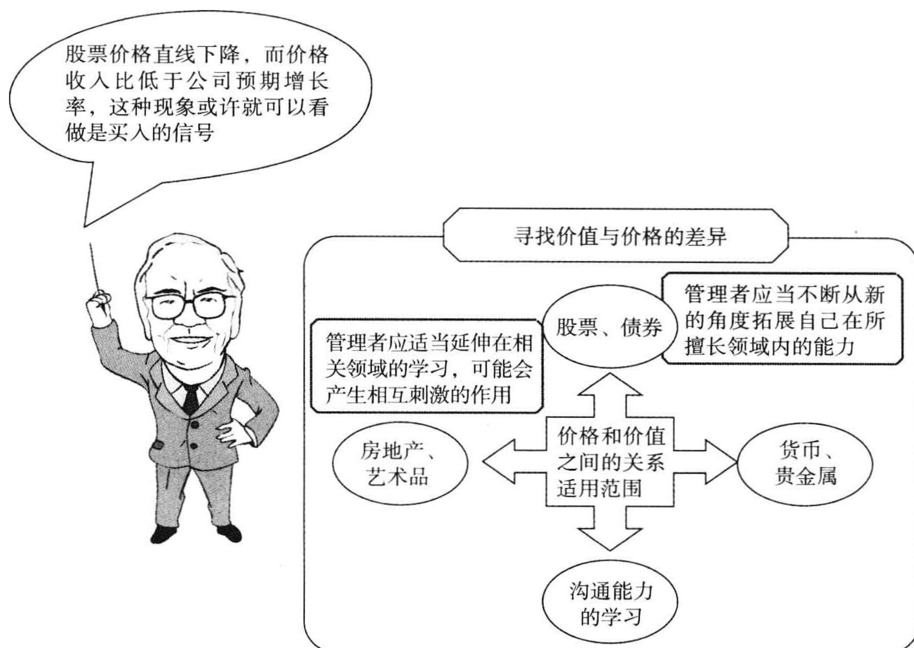


图 1–1　股票价格与股票价值之间的关系

格雷厄姆曾告诉巴菲特两个最重要的投资规则：

第一条规则：永远不要亏损。

第二条规则：永远不要忘记第一条。

巴菲特始终遵循导师的教诲，坚持“安全边际”原则，这是巴菲特永不亏损的投资秘诀，也是成功投资的基石。格雷厄姆说：“安全边际概念可以被用来作为试金石，以助于区别投资操作与投机操作。”根据安全边际进行的价值投资，风险更低，收益却更高。

巴菲特的导师格雷厄姆认为，“安全边际”是价值投资的核心。尽管公司股票的市场价格涨落不定，但许多公司具有相对稳定的内在价值。股票的内在价值与当前交易价格通常是不相等的。基于安全边际的价值投资策略是指投资者通过对公司的内在价值的估算，比较其内在价值与公司股票价格之间的差价，当两者之间的差价达到安全边际时，可选择该公司股票进行投资。

格雷厄姆指出：“股市问题特别偏爱投资于估值过低股票的投资者。首先，股市几乎在任何时候都会生成大量的真正估值过低的股票以供投资者选择。然后，在其被忽视且朝投资者所期望的价值相反方向运行相当长时间以检验其坚定性之后，在大多数情况下，市场总会将其价格提高到和其代表的价值相符的水平。理性的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者确实没有理由抱怨股市的反常，因为其反常中蕴涵着机会和最终利润。”

实质上，从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者低价买入的机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者高价卖出的机会。

如果忽视安全边际，即使你买入非常优秀企业的股票，一旦买入价格过高，也很难赢利。在价值投资法中，如果你以 60 美分买进 1 美元的纸币，其风险大于以 40 美分买进 1 美元的纸币，但后者报酬的期望值却比较高。以价值为导向的投资组合，其报酬的潜力越高，风险却越低。

在买入价格上，我们要始终坚持留有一个安全边际（如图 1–2）。如果计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么没有必要对其产生买入兴趣。相信这种“安全边际”原则——格雷厄姆尤其强调这一点，这是投资成功的基石。

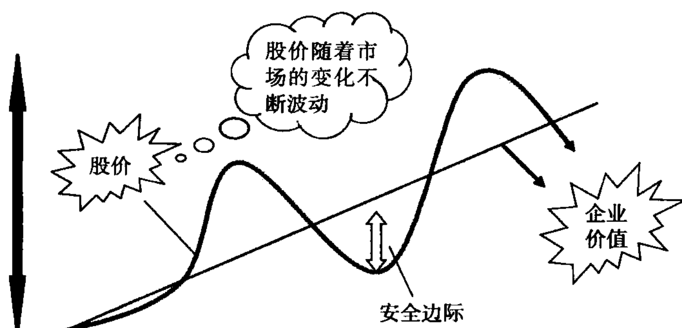


图 1–2 安全边际

三、评估——部分是艺术，部分是科学


评估一家企业的价值，部分是艺术，部分是科学。

要想成功地进行投资，你不需要懂得有多大市场以及现代投资组合理论等，你只需要知道如何评估企业的价值以及如何思考市场价格就够了。

巴菲特说：“评估一家企业的价值，部分是艺术，部分是科学。”价值投资者需要评估企业价值、思考市场价格。关于价值投资，作为一般投资者，并不一定要学习那些空洞的理论，只需要学习公司估价与正确看待市场波动。

巴菲特认为，投资者在学习公司估价与正确看待市场波动的同时，必须培养合适的性格，然后用心思考那些你真正下工夫就能充分了解的企业。如果你具有合适

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的性格的话，你的股票投资就会做得很好。

成功的投资生涯不需要天才般的智商、非比寻常的经济眼光、所谓的内幕消息，所需要的只是在做出投资决策时的正确思维模式，以及有能力避免情绪破坏理性的思考，你的投资业绩将取决于你倾注在投资中的努力与知识，以及在你的投资生涯中股票市场所展现的愚蠢程度。市场的表现越是愚蠢，善于捕捉机会的投资者胜利的几率就越大。

综合巴菲特关于价值投资的论述，我们将其归纳为价值投资成功的“金三角”（如图 1–3）。

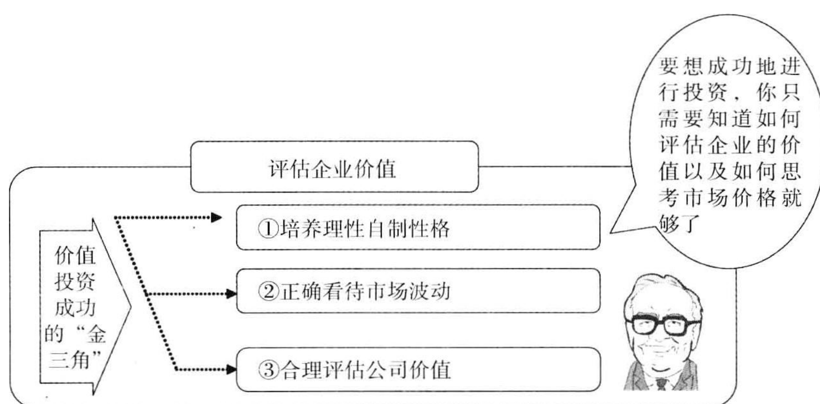


图 1–3 价值投资成功的“金三角”

（1）培养理性自制性格。

（2）正确看待市场波动。

（3）合理评估公司价值。

以下我们分三方面来论述价值投资成功的“金三角”。

1. 如何分析自己

股票投资者只强调对公司财务数据的数学分析，并不能保证成功，否则会计师和数学家就是世界上最富有的人了。投资者在对公司历史进行分析时需要保持理性，对公司未来进行预测时需要敏感和直觉。但由于历史分析和未来预测都是由投资人做出的，而投资人在分析预测的过程中面对的是尽管很多却并不完整的历史信息，以及数量很少、准确性很差的未来预测信息，所以每一次投资决策在某种程度上都是一种结果不确定的博弈。所以，投资人必须像职业棋手那样具有良好的性格，从而提高决策的稳定性。否则像赌徒那样狂赌，一次重大失误就足以致命。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 如何分析市场

态度对市场波动之所以有很大的作用，是因为股票市场的影响力实在太巨大了。投资者要保持理性的决策是一件非常困难的事情。

正如巴菲特所说："一个投资者必须既具备良好的公司分析能力，同时又具备必须把他的思想和行为同在市场中肆虐的极易传染的情绪隔绝开来，才有可能取得成功。在我自己与市场情绪保持隔绝的努力中，我发现将格雷厄姆的'市场先生'的故事牢记在心非常有用。"

3. 如何评估公司价值

投资者首先要对公司价值进行评估，确定自己准备买入的企业股票的价值是多少，然后与股票市场价格进行比较。投资者发现符合其选股标准的目标企业后，不管股价高低，随意买入其股票并不能保证其获得利润。公司股票市场价格如大大低于其对应的内在价值（更准确的应该是"真实价值"或"合理价值"），将会为价值投资人提供很大的安全边际和较大的利润空间。

四、付出的是价格，得到的是价值



每个价值投资的投资业绩都来自利用企业股票市场价格与其内在价值之间的差异。

作为投资者，在投资中，你付出的是价格，而得到的是价值。你不需要考虑那些单个股票的价格周期及整个市场的波动，市场周期绝不是影响投资者选择股票的重要因素。不过当股价处在高位时，你更难以发现那些被市场低估的股票，因为此时大多数股票价格偏高。而当市场处在低迷时，他们的选择余地会更多，因为此时大多数企业价值被低估，你就有了更多的选择。

巴菲特说："每个价值投资的投资业绩都来自利用企业股票市场价格与其内在价值之间的差异。"价值投资以高收益和低风险持续战胜市场。

从格雷厄姆 1934 年出版《证券分析》提出价值投资以后，80 多年来证券市场不断发展壮大，已经发生了巨大的变化。那么，价值投资在这 80 年期间一直有效吗？答案是：有效，而且是非常有效，甚至可以说价值投资是唯一能够持续战胜市场的投资策略。

价值投资的实践也证明，基于安全边际的价值投资能够取得超出市场平均水平的投资业绩，而且这种超额收益并非来自高风险；相反，价值投资策略的相对风险更小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特关于价值投资的收益更高、风险更低的说法，以及一些财务指标与股票价格的比率分析（价格与收益比、价格与账面值比、价格与现金流量比等）表明，投资于低市盈率、低股价股利收入比率、低股价现金流比率股票，能够取得超额投资利润。这些指标尽管并不能直接表示安全边际的大小，但可以间接证明比率较低的公司股票相对于比率较高的公司股票可能被低估，所以，相对而言具有较大的安全边际。因此，这对普通投资者采用价值投资策略提供了更多的依据。

价值投资者利用价格与价值的偏离，以低价买入目标股票，以高的价格卖出自己以前低价买入的股票。那么，价值投资原理为什么有效呢？也就是说，股票市场中价格与价值为什么会这样波动呢？在股票市场中，价格为什么会经常偏离价值，而且在价格偏离价值后，经过相当长的时间后，价格会向价值回归呢？这是所有价值投资人都必须思考的最重要的问题。因为认识市场的波动规律，对于投资人战胜市场具有非常重大的意义。

实际上，价值投资能持续战胜市场的关键在于股市波动，并且合理利用价值规律。巴菲特回忆在为格雷厄姆—纽曼公司工作时，他问他的老板格雷厄姆：一位投资者如何才能确定，当一家股票的价值被市场低估时，它最终将升值呢？格雷厄姆只是耸耸肩，回答说："市场最终总是这么做的……从短期来看，市场是一台投票机；但从长期来看，它是一台称重机。"

在当今社会，价值投资越来越引起人们的关注，但真正这样做的人并不多。因为价值投资的概念虽然不难懂，但人们却很难真正这样实践，因为他与人性中的某些惯性作用是相抵触的。投资者习惯了"旅鼠式"的行动，如果让他们脱离原有的群体，是非常不容易的。就像巴菲特所指出的那样："在我进入投资领域 30 多年的亲身经历中，还没有发现应用价值投资原则的趋势。看来，人性中总是有某种不良成分，它喜欢将简单的事情复杂化。"

对投资者来说，重要的不是理解别人的投资理念，而是在实践中如何应用它。

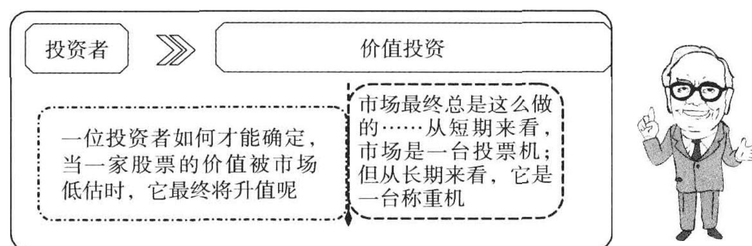


图 1–4 价值投资能持续战胜市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、你不需要懂市场，你只要懂得如何评估企业价值



价值投资着眼于公司长远利益的增长和生命周期的持续，如此进行长期投资，以获得股东权益的增值。

价值投资人买入上市公司的股票，实质上相当于拥有一家私有企业的部分股权。在买入股票之前，首先要对这家上市公司的私有企业市场价值进行评估。要想成功地进行投资，你不需要懂得有多大市场以及现代投资组合理论等，你只需要知道如何评估企业的价值以及如何思考市场价格就够了。

价值投资是相对风险投资而言，是基于围绕价值轴心的价格波动而产生低买高卖的投资行为，以及追求长远价值预期和价值实现而分享资产长期增值的利益，并非短期炒作。

价值投资不仅是一个正确的投资理念，更是一种正确的投资方法和技巧。简单来说，价值投资就是寻求股票价值回归，根据上市公司发展前景、赢利能力和历史表现推估投资股票的价格，或进行低买高卖的获利操作，或长期持有，分享资产增值利益。

上市公司股票价值主要由五大因素构成（如图 1–5），即：

（1）分红派息比例：合理的分红派息比例，反映了公司良好的现金流动状况和业务前景，亦是优质蓝筹股票的重要标志。优质资产之派息率应为持续、稳定，且高于银行同期存款利率，企业发展与股东利益并重，如汇丰银行为 4.37%、和黄为 2.38%、中国移动为 2.49%、电信盈科达 7.5%。分红派息率过低，说明公司业务缺乏竞争力，股东利益没有保障，股票无吸引力。息率不稳定且突然派息过高，或反映公司缺乏长远打算，或业务前景不明朗。

（2）赢利能力：反映公司整体经营状况和每股获利能力。其主要指标是公司的边际利润率、净利润和每股赢利水平，它们越高越好。有价值的公司，赢利能力应是持续、稳定地增长，且每年赢利增长率高于本地生产总值的增长。

（3）资产价值：主要以上市公司的资产净值（净资产 = 总资产 – 负债）衡量，它是资产总值中剔除负债的剩余部分，是资产的核心价值，可反映公司资产的营运能力和负债结构。合理的负债比例，体现了公司较好的资产结构和营运效率；较高的资产负债比例，反映了公司存在较大的财务风险和经营风险。

（4）市盈率（P/E 值）：普通股每股市价同每股赢利的比例。影响市盈率的因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是多方面的，在公司赢利水平、股价、行业吸引力、市场竞争力和市场成熟度等。每股赢利高，则反映了市场投资的赢利回报高（市盈率或每股当年赢利/每股股价）。若市场相对规范和成熟，则市盈率表现相对真实客观，即股价对资产价值的表达相对合理。反之，则非理性表达，泡沫较大。

（5）安全边际：股票价格低于资产内在价值的差距称“安全边际”。内在价值指公司在生命周期中可产生现金流的折现值。短期资产价值，通常以资产净值衡量。买股票时，若股价大幅低于每股资产净值，则认为风险较低；若低于计算所得资产内在价值较多，则安全边际较大，当股价上涨，可获超额回报，扩大投资收益，并可避免市场短期波动所产生的风险。

价值投资着眼于公司长远利益增长和生命周期的持续，如此进行长期投资，以获得股东权益的增值。股东权益的增值，来源于经营利润的增长。长期而言，股票价格的增长，应反映公司价值前景和经营利润；短期看，股票价格会受各种因素（如利率、汇率、通货膨胀率、税制、国际收支、储蓄结构、能源价格、政治外交和突发性重大事件）影响而波动。

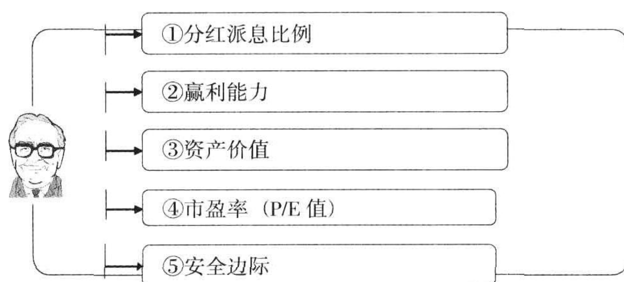


图 1–5　影响价值投资的五个因素

六、有吸引力的时候，才应当购买它们



> 当股价走到了相对于其赢利增长以及股本收益率具有吸引力的水平时，才应当购买它们。

在公司的股本收益率走势和未来赢利走势之间存在着某种关系。如果年度股本收益率上升，赢利率也应该同样上升。如果股本收益率的走势稳定，那么赢利率走势就很可能会同样稳定，并且具有更高的可预见性。

作为投资者，如果你能估计公司未来的股本收益率，那么你就可以估计股本价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值在年度间的增长。并且，如果你能估计股本价值的增长，你就能合理地预测取得每一年年终股本价值所需的赢利水平。

巴菲特说："当股价走到了相对于其赢利增长以及股本收益率具有吸引力的水平时，才应当购买它们。"

作为一个股票持有者，应把注意力集中在具有高水平股本收益率的公司上，因为股票业绩指标直接关系到你的钱包。你应该主要关心投资收益，或者从股票中获得的现金流。你得到过股息吗？股票价格上升了吗？你的总收益率是多少？

投资收益在对公司进行分析时发挥着一个重要作用，它把股票价格和股票价值水平置于一个恰当的关系之中。许多投资者都把注意力集中在公司过去及未来的赢利增长上。即使顶尖的分析师们一般也非常关注盈亏底线的增长，并把它们作为衡量成功的标准。然而，一个公司使投资者的资本获得高收益的能力，对于长期增长同样是至关重要的。

在某些方面，投资收益或许是衡量公司表现的一个更加重要的尺度。因为公司可以借助众多的手段来改变它们的会计利润。

股票投资者的收益包括股息支付与投资者在股票持有期内所经历的股票价格的上升部分（减去下降部分）之和。市场只关注股票持有者的年收益，通常用收入或者损失的百分比来表示，并且通常以日历纪年为基准期来计算收益。股票持有者的收益指的是年收益，等于股息与股票价格净变化的和除以股票的初始价格：

股票持有者收益率 = (股息 + 股票价格变动) /股票初始价格

例如，如果一只股票的年初价格是 100 美元，随后的一年中发放 1 美元的股息，年终股票价格是 109 美元，其持有者的收益率就等于 (1 + 9) /100 = 10%。这个计算并不复杂（如图 1–6）。

股票市场可能因为宏观经济问题而出现下降，诸如较高的利率、较低的赢利预测、通货膨胀或紧缩恐慌、地缘政治情况等。这种市场下跌力量可能会推动你的股票一起下跌，公司管理层对股票价格的反向运动也无能为力。所以即便公司的运营和赢利前景都非常良好，股票持有者的收益率也可能是负数。

相反，在公司的运营非常普通或者糟糕的时候，股票持有者收益率可能非常好。股票市场可能因为某种积极的经济事件而上扬，比如一次大罢工事件的妥善解决或者减少了通货膨胀恐慌。糟糕的公司运营状况可能会使公司进入被收购的候选名单，股票价格的上升可能是对这个公司股票收购要约的结果。例如，1997 年，所罗门兄弟公司在交易中遭受很多损失，这导致旅游者集团旗下的史密斯—巴尼公司以远高于当时市价的溢价水平收购了所罗门公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当一家公司取得了高水平的股本收益率时，表明它在运用股东们提供的资产时富有效率。因此，公司就会以很快的速度提高股本价值，由此也使股价获得了一个同样的快速的增长。

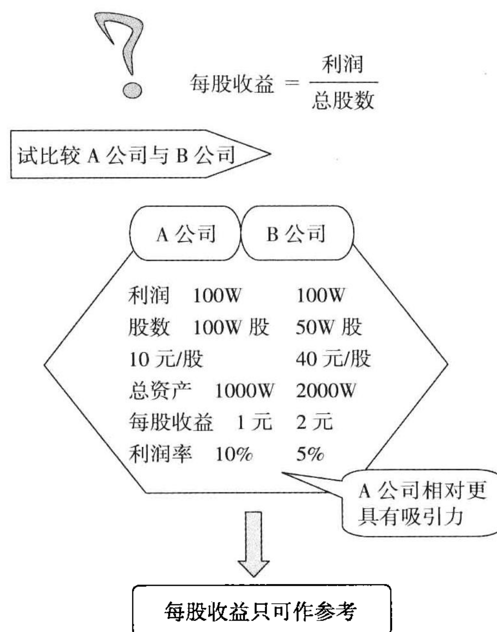


图 1-6 收益比较

七、每一美元的收益转化为一美元的市场价值



我们的任务就是寻找这类企业：它的赢利状况可以使每一美元的留存收益至少能转化为一美元的市场价值。

每股盈余是指税后利润与发行在外普通股数的比率，反映了普通股股东所持股份中每股应分享的利润。显然，这一比率越高越好。比率越高，每一股可得的利润越多，股东投资收益越好；反之越差。其计算公式：

每股盈余 = 税后纯益 − 特别股股利发行在外普通股股数

每股盈余弥补了股东仅知道每股所获股利而不了解赢利全面情况这一不足。同时，这一指标也直接关系到股票价格的升跌。

巴菲特说："在这个巨大的交易舞台中，我们的任务就是寻找这类企业：它的赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利状况可以使每一美元的留存收益至少能转化为一美元的市场价值。”每位投资者的目标就是建立可以在未来很多年还能产生总体盈余最高的投资组合。

当巴菲特考虑准备进行一项新的投资时，他首先与已经拥有的投资进行比较，看新的投资是否会表现得更好。伯克希尔公司已经拥有一个完备的评估体系来衡量新投资案，因为它过去已经积累了许多不错的投资案可供比较。对于普通投资者，最好的评估指标就是自己已经拥有的投资案。如果新投资案未来的潜在表现还不如你已经拥有的那一个好，就表明它还没有达到你的投资门槛。以此方法可以有 99%的把握检验出你目前所看到的投资案的价值。为了了解公司股票投资价值，巴菲特利用“总体盈余”法进行估算（如图 1–7）。



图 1–7　巴菲特语录

伯克希尔公司的总体盈余是该公司及其转投资公司营运盈余的总和，加上投资股票巨大的保留盈余，以及该公司在保留盈余没有派发股息的情形下必须付出的税金预提部分。许多年来，伯克希尔公司的保留盈余来自惊人的股票投资报酬，包括可口可乐公司、联邦房屋贷款公司、吉列刮须刀公司、华盛顿邮报以及其他质地不错的公司。1997 年，伯克希尔公司保留了惊人数额的盈余。不过根据现在的一般会计原则，伯克希尔公司还不能在损益表中公布其每股保留盈余。尽管如此，巴菲特指出，保留盈余还是有其明显的衡量价值的。

总体盈余法为价值投资者检验投资组合提供了一个指标。巴菲特说：“每一位投资人的目标就是建立可以在未来十几年还能产生总体盈余最高的投资组合。”

“作为一般投资者，在对未来的盈余状况进行评估时，投资者们应当首先研究过去。许多投资实践表明，一个公司增长的历史记录是其未来走向的最可靠的指示器。”这种思路可以帮助你了解你所研究的对象是一个像默克那样的稳定增长的公司，还是一个像英科那样的高负债的周期性增长的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者们经常会犯这样的错误，他们对公司增长水平的推断超越了公司真实的增长率，并且他们假定一家公司能够突然地与过去一刀两断。实际上，你应当预期到一个相反的结果：或早或晚，公司的总体盈余最终会降下来，因为寻找新的市场、不断扩大销售会变得更加困难。

八、企业的内在价值



内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了唯一的逻辑手段。

自由现金现量贴现模型是理论上最严密、实践中最完善的公司价值评估模型，它完全适用于持续竞争的优质企业。

巴菲特说："内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了唯一的逻辑手段。内在价值的定义很简单，它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值。"没有准确的价值评估，巴菲特也无法确定应该以什么价格买入股票才划算。巴菲特认为现金流量是进行价值评估的最好方法。

要进行准确的价值评估，必须进行以下三种正确的选择：选择正确的估值模型——现金流量贴现模型；选择正确的现金流量定义和贴现率标准；选择正确的公司未来长期现金流量的预测方法（如图 1–8）。

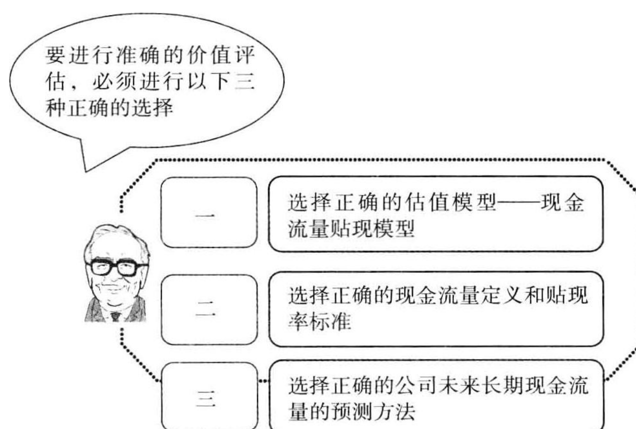


图 1–8 进行准确价值评估的三种正确的选择

1. 选择正确的估值模型——现金流量贴现模型

准确进行价值评估的第一步是选择正确的估值模型。对于股票投资，投资分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师必须自己估计未来的“息票”。管理人员的能力和水平对于债券息票的影响甚少，只有在管理人员如此无能或不诚实以至于暂停支付债券利息的时候才有影响。与债券相反，股份公司管理人员的能力对股权的“息票”有巨大的影响。

其实，关于股票的价值评估方法有很多种，那么，巴菲特为什么认为贴现现金流量模型是唯一正确的估值模型呢？

只有贴现现金流量模型才能比较准确地评估具有持续竞争优势企业的内在价值，而且它是最严密、最完善的估值模型。

2. 选择正确的现金流量定义和贴现率标准

准确进行价值评估的第二步是选择正确的现金流量定义和贴现率标准。

巴菲特认为：“今天任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余使用寿命期间预期能够产生的，以适当的利率贴现的现金流入和流出。”也许你会因此认为巴菲特使用的内在价值评估模型与我们在财务管理课程中学习的现金流量贴现模型完全相同。实际上二者具有根本的不同。

巴菲特认为通常采用的“现金流量等于报告收益减去非现金费用”的定义并不完全正确，因为这忽略了企业用于维护长期竞争地位的资本性支出。

巴菲特并没有采用常用加权平均资本成本作为贴现率，而采用长期国债利率，这是因为他选择的企业具有长期持续竞争优势。

3. 选择正确的公司未来长期现金流量的预测方法

可以肯定的是，投资人要得出一个证据充分的正确结论，需要对公司经营情况有大致的了解，并且需要具备独立思考的能力。但是，投资者既不需要具备任何出众的天才所具备的能力，也不需要具备超人的直觉。有很多时候，即使是最聪明的投资人都没有办法提供确凿的证据，即使是在最宽松的假设下仍是如此，这种不确定性在考察新成立企业或是快速变化的产业时经常发生。在这种非常不确定的情况下，任何规模的投资都属于投机。

总的说来，利用现金流量进行评估是股票价值评估中非常重要的参数，其选择是否恰当将对评估结果和投资判断产生巨大的影响。巴菲特认为利用现金流量评估是简单有效的。

九、在赢利概率最大时下赌注



用亏损概率乘以可能亏损的数量，再用收益概率乘以可能收益的数量，最后用后者减去前者。这就是我们一直试图做的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用概率来思考，不管是主观概率还是客观概率，都要求投资者对所要购入的股票进行清醒和理智的思索。

巴菲特说："用亏损概率乘以可能亏损的数量，再用收益概率乘以可能收益的数量，最后用后者减去前者。这就是我们一直试图做的方法。"

在投资中，概率的运用提高了预测的准确性，降低了投资的风险。

如果我们说股票市场是一个无定律的世界，那么此话就过于简单了。在这个世界里，成千上万的力量结合在一起才产生出了各种股票价格，这些力量随时处于变动状态，任何一股力量对股票价格都会产生影响，而没有任何一股力量是可以被准确地预测出来的。投资人的工作就是正确评估各种股票价格变化的可能性，判断股票价格变化带来的损失与收益，并从中选择最具有投资价值的股票。

不论投资者是否意识到，几乎所有的投资决策都是概率的运用。巴菲特的投资决策也应用了概率论，并巧妙地加进了自己的理解。

巴菲特说："先把可能损失的概率乘以可能损失的量，再把可能获利的概率乘以可能获利的量，然后两者比较。虽然这方法并不完美，但我们尽力而为。"

要把概率理论应用到实际投资当中去，还需要对数字计算的方法有更深刻的理解。

掷硬币而猜中头像一面的概率为 1/2，这意味着什么呢？或者说掷骰子单数出现的概率为 1/2，这又是什么意思呢？如果一个盒子里装有 70 个绿色大理石球，30 个蓝色大理石球，为什么蓝色大理石球被捡出的概率为 3/10？上面所有的例子在概率发生事件中均被称为频率分析，它是基于平均数的法则。

如果一件不确定事件被重复无数次，事件发生的频数就会被反映在概率中。例如，如果我们掷硬币 10 万次，预计出现的头像次数是 5 万次。注意我没有使用它将等于 5 万次。按无限量大的原理，只有当这个行为被重复无数次时，它的相对频数与概率才趋向于相等。从理论上讲，我们知道投掷硬币得到"头像"这一面的机会是 1/2，但我们永远不能说两面出现的机会相等，除非硬币被掷无数次。

我们应该如何在投资中运用概率论？

（1）计算概率。

（2）根据新的信息调整概率。

（3）随着概率的上升，投资数量也应加大。

（4）只有当成功的概率完全对你有利时才投资。

不论投资者是否意识到，几乎所有的投资决策都是概率的应用。为了成功地应用概率原理，关键的一步是要将历史数据与最近可得的数据相结合。我们在投资中努力学习概率论是否值得呢？答案是肯定的。因为巴菲特的成功就与其概率计算能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力有密切的联系。假如投资者也能学会从概率的角度思考问题，从此就会踏上获利之路，并能从自身的经验中吸取教训（如图 1–9）。

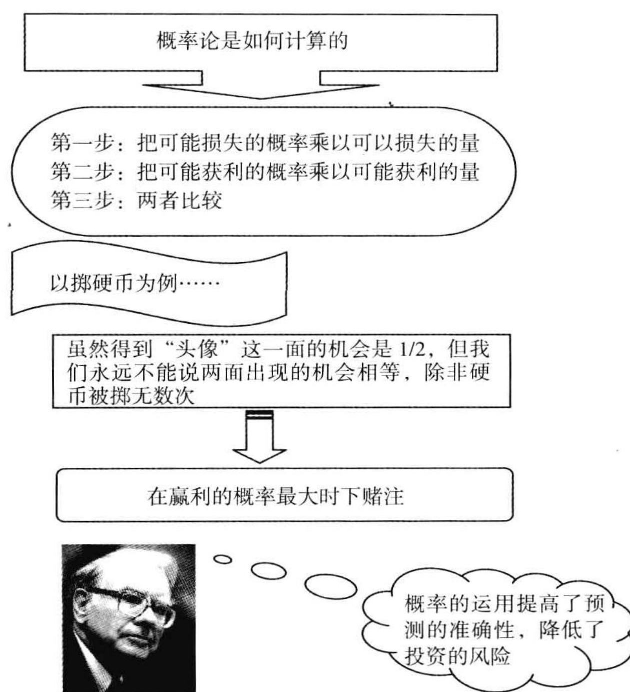


图 1–9 投资中概率论的应用

十、市场短期是投票机，长期是称重机



市场不可能超越企业自身的发展，我想这会令许多投资人失望，尤其是股市的那些新手。

投资者在投资过程中需要注意的是，无论股价怎么波动，需要你真正关心的是投资目标的内在价值。即使在股价处于高位的时候，只要在股价大大低于内在价值的情况下仍然可以进行投资；相反，如果股价处于低位，即使股价已经高于其内在价值，仍然是不值得投资了。

巴菲特说：“查理·芒格和我都坚信一点，从长期来看，我们对美国的企业的发展一向是有信心的，但就目前的股票价格来看，投资人只能获得一般的报酬，股市的表现已经有很长的一段时间优于公司自身的表现，然而这个现象始终都会结束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场不可能超越企业自身的发展，我想这会令许多投资人失望，尤其是那些股市的新手。”

在股市中，最常见的就是股价的波动了。有时候面对的明明是一家很好的公司，但是股价却一直在价格的低位盘旋，导致很多投资者忍痛割爱，止损出局。事实上，巴菲特对这种情况的看法是股价的波动是一件好事，因为股价的背离只是短暂的一种表现形式，从长期的角度来看，股价是不可能背离其内在价值的（如图 1-10）。



图 1-10　股价最终会回归价值

举个例子来说，巴菲特曾投资水果织机公司，也就是在该公司宣布破产的时候，当时伯克希尔公司是以差不多面额一半的价格买入了该公司的债券和银行的债券。要知道，这起破产案是十分特殊的，因为该公司虽然宣布破产保护了，可是即便是这个时候，它也没有停止支付有担保债券的利息，这样就使得伯克希尔公司每年依然能够得到 15%的收益。2001 年，伯克希尔公司仍然拥有该公司 10%的有担保债权。不难看出，巴菲特的做法和普通的投资者的做法是有很大区别的。当时以本金面额 50%买入后，即使在 70%左右进行回收，这笔投资就已经获得了 40%的获利回报，如果再加上每年 15%左右的利息回报，伯克希尔公司获得的回报就已经相当可观了。

当然与普通投资者的投资行为不同的是，由于伯克希尔公司总是在取得被收购公司的控股权，所以，相比之下，普通投资者并不具备如巴菲特的话语权，这最终会影响到投资收益回报。

格雷厄姆说：“市场短期来看是一台投票机，但长期来看是一台称重机。”有人问格雷厄姆是什么力量使价格最终会回归于价值呢？格雷厄姆回答说，这正是我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业的一个神秘之处，对我和其他任何人而言，也一样神奇。但我们从经验上知道，最终市场会使股价回归于价值。

股票市场和商品市场一样，同样遵循价值规律，股价短期内波动很剧烈，且股价经常偏离价值，价格围绕价值波动，但是长期内股价最终会回归于价值。巴菲特说，股价波动根本无法预测。其实他说的是短期波动。从长期来看，股价波动完全可以预测，因为股价对价值的背离总会过去，最终会回归于价值。

十一、一口气赚 3.7 亿美元



企业的实际价值绝不是表面上看到的资产，而是资产的赢利能力。

对于投资者来说，投资赚钱可以靠两个途径来实现：一是企业实质价值的增长；二是“市场先生”上蹿下跳给出的非理性价格。对于前者，无疑是确定而稳定的，投资者一定要保证吃到这一块“蛋糕”。后者也是不可缺少的一部分，因为它不仅能在购买时提供安全边际，同时也能在适当的时候奖励投资者一块“蛋糕”顶端的奶油。

1991 年，巴菲特在致股东的信里写道：“查理和我一起对赢利做出了设定，以 15%作为每年公司实质价值成长的目标，这也就是说，如果在未来 10 年内，公司要达到这个目标，则其账面净值至少要增加 22 亿美元。我们真的很需要祝福。请大家祝我们好运吧！

1991 年，我们经历了账面数字超额成长，但是这是一种不太可能再发生的现象，我们受惠于可口可乐与吉列本益比的大幅上涨，仅这两家公司对我们的贡献就是 1991 年 21 亿美元净值成长中的 16 亿美元。

在当今世上，可口可乐与吉列可以说是最好的两家公司，在未来几年我们预期它们的获利仍然会以惊人的速度保持增长，而我们持股的价值也将会以等比例的幅度增加。然而，1991 年这两家公司股价上涨的幅度远高于其本身获利增长的幅度，所以说 1991 年我们是两面得利：一方面是靠公司绝佳的获利能力；另一方面则是市场对于公司股票的重新评价。当然，我们同样认为这样的调整是经得起考验的，但这种情况并不太可能每年都发生，展望未来我们只可能靠前面第一点而获益。”

巴菲特一直都强调企业的实际价值而绝不是表面上看到的资产，他注重资产的赢利能力。比如，1987 年，著名的鲍得温联公司在宣布破产后其账面的价值净值有 4 亿美元。相比而言，Belridge 石油在 1979 年以 36 亿美元的高价卖给壳牌石油时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其账面的价值才不到2亿美元。

在1991年伯克希尔公司的净值为21亿美元，与上年相比增加了39.6%。伴随着伯克希尔公司的不断成长，世界上所存在的可以大幅影响公司表现的机会也就越来越少。然而当巴菲特操作的资金只有2000万美元的时候，一项获利100万美元的案子就可以使他的年报酬率增加5%。但当时他却要有3.7亿美元的获利（如果要是以税前计算的话需要5.5亿美元），才能达到相同的效果，然而要一口气赚3.7亿美元比起一次赚100万美元的难度可是大得多了。

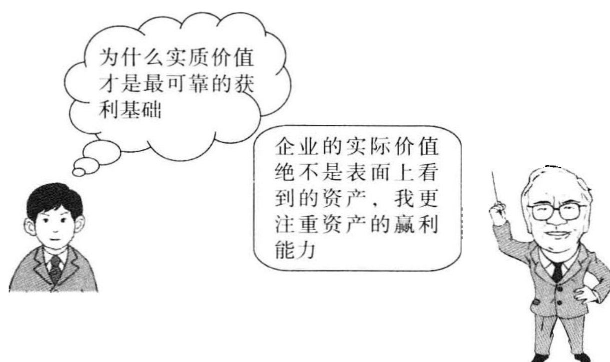


图1-11 企业的实际价值是资产的赢利能力

十二、会计师的工作是记录，投资人的工作是估值



会计师的工作是记录，而不是估值。估值是投资者和经理人的工作。

当经理们想要向你解释清楚企业的实际情况时，可以通过会计报表的规定来进行。但不幸的是，在一些行业，当他们想弄虚作假时，同样也能通过报表的规定来进行。如果你不能辨认出其中的差别，那么你就不必在资产管理行业中混下去了。

巴菲特说："会计师的工作是记录，而不是估值。估值是投资者和经理人的工作。"

相对价值评估方法和基于资产的评估方法都不适用于持续竞争优势企业价值评估。

在对股票进行价值评估时，我们可以利用其他重要的价值评估指标：基于资产的价值评估方法和相对价值评估方法。

基于资产的价值评估方法是根据公司资产的价值来确定公司股票的价值。常用的评估方法有账面价值调整法、清算价值法、重置成本法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 账面价值调整法

最为简单直接的资产价值分析方法是根据公司提供的资产负债表中的账面价值进行估算，但账面价值法的一个明显缺点是资产负债表中的资产和负债的账面价值很有可能不等于它们的市场价值。

因此，在进行资产价值分析时，需要对账面价值进行调整，以反映公司资产的市场价值。

2. 清算价值法

清算价值法认为，公司价值等于公司对所有资产进行清算并偿还所有负债后的剩余价值。清算价值与公司作为持续经营实体的经营价值往往相差很大。如果公司处于衰退产业，公司赢利能力大幅度下滑，这时公司清算价值可能会大大高于公司经营价值。如果公司处于成长产业，公司赢利能力不断提高，这时公司清算价值可能会大大低于公司经营价值。

实际上，对于有活跃二手市场的相应资产，清算变卖价格就等于二手市场价格。但大多数资产并没有相应的二手市场，只能由评估师进行估算，但估算并不一定容易。同时，清算价值法也忽略了组织能力。而且只有在破产等少数情况下，公司才会花费大量时间和精力进行估算及清算变卖价值。

3. 重置成本法

重置成本法是最常用的资产价值评估方法。将一项资产的赢利能力与其遥远的历史成本相联系很难，但与其当前的重置成本相联系却很容易。

确定重置成本的一种简单的、主要针对通货膨胀进行调整的方法，是选用一种价格指数，将资产购置年份的价值换算为当前的价值。但价格指数法并没有反映资产的过时贬值与资产价格的变化，所以，更好的方法是，逐项对资产进行调整，同时反映通货膨胀和过时贬值这两个因素的影响，以确定各项资产真正的当前重置成本。

总之，资产价值评估方法和相对价值评估方法都不适用于持续竞争优势企业，这是因为：持续竞争优势企业的根本特征是以较少的资产创造更多的价值，其资产价值往往低于公司作为持续经营实体的经营价值；另外，持续竞争优势企业除了账面上反映的有形资产外，其品牌、声誉、管理能力、销售网络、核心技术等重要的无形资产却根本不在账面上反映，也很难根据重置成本或清算价值进行评估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

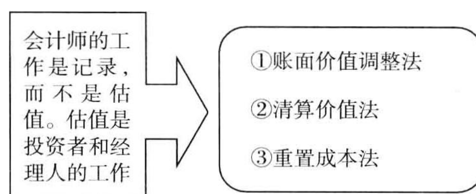


图 1-12 企业资产的评估方法

十三、不要在大象出现的时候才找枪



我认为投资者应尽可能少地进行股票交易。一旦选中优秀公司大笔买入之后，就要长期持有。

集中投资是获得超额收益的良好途径，分散投资在分散风险的同时也会分散收益。凡是不敢于重仓持有的股票，无外乎对要购买的标的没有胜算的把握，但这并不能作为我们买股票的理由。因为，如果我们对要购买的企业没有把握，哪怕是一股，也不可以买入，正所谓只做最有把握的行情，只买最有把握的股票。

巴菲特说："我认为投资者应尽可能少地进行股票交易。一旦选中优秀公司大笔买入之后，就要长期持有。"巴菲特在 40 多年的投资中，拥有十几只的投资股票让他赚取了大量财富。

巴菲特把选股比喻成射击大象。我们投资人所要选择的，是一只很大的大象。大象虽然不是常常出现，而且跑得也不是很快，但如果你等到它出现时才来找枪，可就来不及了。所以为了等待和及时抓住这个机会，我们任何时刻都要把上了子弹的枪准备好。这就像投资人任何时候都准备好现金等待大好机会的来临那样。

作为一般投资者，需要耐心地持有他们手中的投资组合，不被别人的短线获利所诱惑。很多股民手上持有的股票品种很多，甚至一些散户就是喜欢买多种股票，这里尝试一些，那里买入一些，名下股票种类多得不胜枚举，等到最佳企业廉价购入的机会到来时，反而手上的资金所剩无几。这就像打猎时，大象一直不出现，使人失去了耐心，就连松鼠、兔子等小动物也照射不误，结果，等到大象出现时，子弹已经所剩无几。

对于大多数投资人来说，进行集中投资、长期持股可从三方面着手：

（1）选择 10~15 家未来能获利增长并能延续过去良好表现的绩优股。

（2）分配投资资金时，要将大部分资金集中投资于那些未来获利能够高速增长的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）只要股票市场不持续恶化，保持投资组合不变至少 5 年，可能的话，越久越好。同时做好充分的心理准备，不被股票价格的短期波动所左右。

但是，值得长期持有的公司必须是优秀的公司，并且只有这些优秀公司一直保持起初我们看中的优秀状况，我们才能够继续持有它们。

记住，随便买只会使你的赢利股票不多。因为，这会使你在股市偏低和偏高时，都有定期买入的现象。想想看，为什么巴菲特今天手上拿着总值近 400 亿美元的现金而还未投资！

不要一直手痒而想要这里尝试一些、那里买一点，希望能够碰运气。应该集中精神寻找几家非常优秀的公司，那么，我们就能够确保自己不随便投入资金、买入自己不值得投资的公司股票。

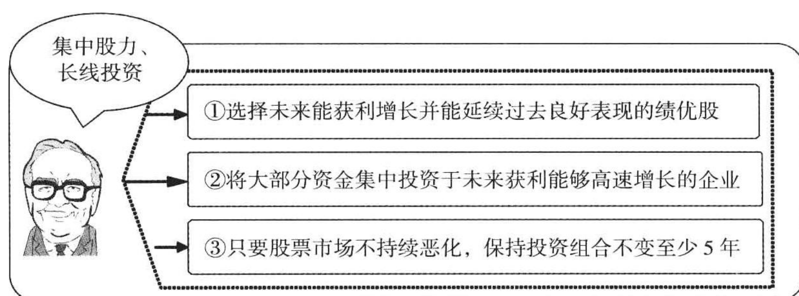


图 1–13　集中股力、长线投资

十四、一旦买入了股票一定要多看少动



理所当然，只是依靠这样的预测，依然对买入哪只股票无法做出准确的预测，投资者要做的主要功课就是对某只股票的内在价值进行判断。

中国投资者对长期持股特别反感，因为长期持有某只股票以后，放在那里几年股价反而越来越低。实际上，这并不是长期投资的错，而是你没有根据内在价值选股的原因，或是因为你当初买入的价格太高了。巴菲特给投资者的建议是，长期投资必须要耐得住寂寞，这就像出差到一个小镇上住在小旅馆里什么娱乐都没有，只能躺着睡觉一样。尤其是不要去看大盘，不相信技术分析，不去预测股市，这些做法都对长期投资没有好处。

1992 年，沃伦·巴菲特在致股东的信里写道：“我们很喜欢买股票，不过对于卖股票则又要另当别论了，仅从这点来看我们的步伐就像是一个旅行家发现自己身处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅有一个小旅馆的小镇上，房间里没有电视，面对漫漫无聊的长夜，突然间他发现桌上有一本书，名为《在本小镇可以做的事》。这令他很兴奋，于是他翻开了这本书，但是书里却只有短短的一句话：'那就是你现在在做的这件事。'"

巴菲特讲上面这个小故事的目的是想说，这位旅行家依然没有其他任何事情可以做。但是他的实际用意是，投资者一旦买入了某只股票一定要多看少动，只做价值投资，实行"三不主义"，即：不去看大盘，不相信技术分析，不去做预测。不要以为这种做法只适合于美国股市，事实上，在中国的股市也同样适用。

例如，中国一位著名的投资者，开始的时候也和大多数人一样，依据技术分析炒股。每天的工作就是坐在电脑前看技术图形，但是最后的结果却很令人失望。他在 1999 年开始研究巴菲特，并且努力实践巴菲特的长期投资、价值投资理念对自己的行动计划来进行指导，把稳赚不赔作为最重要的原则。1999~2007 年，他依然每年取得了 30%以上的投资收益率。如果只从表面的数据上来看，这样的业绩已经超过巴菲特了。

那实行"三不主义"的主要理由是什么呢？究其原因，对于长期投资者来说，这三样东西会动摇你的长期投资理念。其不但对你没有帮助，反而会有害，最终使你无法获得长期的丰厚回报率。

那么，如何对长期投资做出预测呢，巴菲特是怎样实现的呢？用中国读者最容易理解的例子来说：假如手机出现了，这时候巴菲特就会考虑是不是要卖掉手中原来持有的传呼机公司股票；如果现在的消费者买相机都买数码相机而没人再去买原来的那种胶卷相机了，这时候他就会考虑是不是要卖掉手中原来拥有的胶卷相机公司股票。如果手中原来就没有这样的股票，那么今后就更不会去碰它了。

对于中国投资者来说，要做出投资的长期预测只需要做到对世界经济和中国经济以及行业发展有个大致的判断就够了。理所当然，只是依靠这样的预测，依然对买入哪只股票无法做出准确的预测，投资者要做的主要功课就是对某只股票的内在价值进行判断。当该股票的内在价值大大高于其股价时，大胆买入这样的股票并长期持有，就一定会获得丰厚回报。

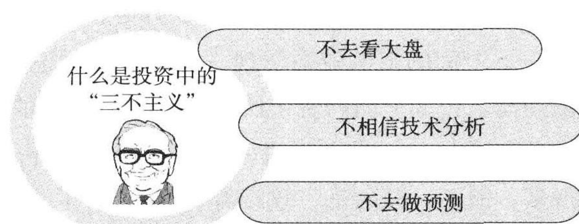


图 1-14 投资中的"三不主义"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十五、政府是分享利润的主要合伙人之一



长期投资有助于推迟并减少纳税，这也是长期投资给投资者带来的好处之一。

长期投资有助于推迟纳税，并且还能合理避税。不要小看这仅仅是一点点的差异，可对于投资者来说所得到的回报却是有天壤之别的。不过需要指出的是，由于我国目前还没有把股票投资所得纳入个人所得税征税范围，这一点有很大不同。所以投资者在考虑长期投资时，可以不考虑该因素。

1989 年，沃伦·巴菲特在致股东的信里写道："假如我们拥有一家年赚 1000 万美元公司 10%的股权，那我们需要按照比例将分得的 100 万美元中的部分支付给当地州政府与联邦所得税，其中包含：①约 14 万美元股利税负（我们大部分的股利税率为 14%）；②至少 35 万美元的资本利得税，假如这 100 万美元没有进行分配，而后我们又要对公司进行处分（我们适用的税率约为 35%，但有时也可能接近 40%）。当然，只要我们对该项投资不进行处分，这笔税负虽然可以一直递延下去，但最后我们还是需要支付这笔税金的。事实上，政府可以说是分享我们利润的主要合伙人之一，只是投资股票它要分两次，而投资事业则只能分一次。"

巴菲特上面这段话其实解释了为什么从经济实质而言，他更倾向于长期投资。因为长期投资有助于推迟并减少纳税，这也是长期投资给投资者带来的好处之一。

假如伯克希尔公司只有 1 美元的投资，此外它每年所能获得的投资报酬率为 10%。在这种情况下，假如伯克希尔公司每年都会将股票卖出去，但是因为卖出股票要缴纳 34%的所得税，这样在重复了 19 年以后，在这 20 年间伯克希尔公司一共需要给美国国库上缴 13000 美元税金，而自己则可以得到 25250 美元。表面看起来这是一项不错的投资，但假如你在这 20 年间一直持股不动，也就是什么事情都不做，最终的投资回报却可以高达 1048576 美元，在扣除 34%的税金即 356500 美元所得税后，自己可以得到 692000 美元，这个数字对于前者来说就是倍数的关系，大概你都会为这个差距感到惊讶了。

如果你仔细研究一下上面的案例就会发现，长期投资无论是对个人投资者还是对政府而言都是双赢局面。正如上面的例子所述，如果伯克希尔公司在这 20 年间一直保持持股不动，在伯克希尔公司投资回报率大大提高的同时，政府从中收取的所得税也比前者要高得多。但不一样的是，政府需要等到 20 年结束后且伯克希尔公司出售该股票时，才能将这笔税金悉数入库。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特坦言，需要强调的是，伯克希尔公司的长期投资理念不仅仅是因为这种简单的数字逻辑。与此同时，它们对与上市公司双方之间建立起来的商业合作关系，彼此对这种情感会更加珍惜，这也是一个重要因素。更不用说，这种长期投资的前提是该股票本身值得长期拥有了。

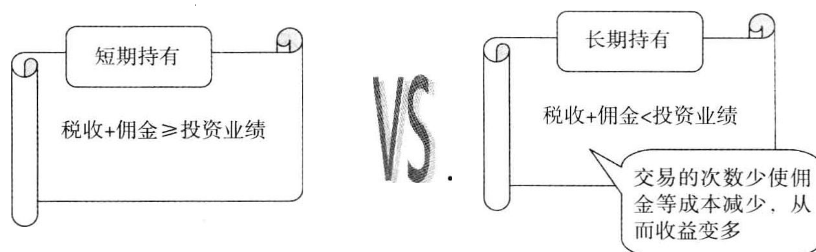


图 1-15 短期持有与长期持有的对比

十六、你拖得起，机构主力可拖不起



长期投资是投资者战胜机构主力的唯一办法。

投资者要按照价值投资的标准来对股票进行选择，这样的股票数量已经不多了；更何况需要你耐得住寂寞，当手中握有大量现金，遇到股市低迷时不到真正物有所值决不轻易出手。这些都会决定买到内在价值高于股价的投资品种。机构主力需要定期接受业绩的考核，虽然它们也整天吵着价值投资和长期投资，但是他们不会真正的付诸行动。相反，个人投资者是不需要人为设置这些障碍的，他们完全可以和机构主力比耐力。

巴菲特认为，长期投资是投资者战胜机构主力的唯一办法。因为长期投资可以比耐性，你拖得起，机构主力可拖不起。如果要比快进快出，你未必是它们的对手。要知道，在中国股市中，个人投资者是很惧怕机构主力的，有些个人投资者甚至唯机构主力马首是瞻，千方百计打听的小道消息也主要是机构主力什么时间进货、出货以及是哪家机构主力？这有点像龟兔赛跑的故事。在股票投资中，兔子属于消息灵通、动作迅速的机构主力，而那些面广量大的个人投资者则是一只只小乌龟了。乌龟如果想要在短时间内和兔子比速度，结果不言自明；可是如果要和兔子比耐力，最终结果是不一样的。最起码，乌龟的寿命要大大长于兔子，当兔子一命呜呼之后，乌龟依然可以在那里慢慢地匍匐前进，这就是它最大的寿命优势。

以巴菲特的一项投资为例。在 2002 年 2 月 21 日，纳斯达克指数已经跌到 1349

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点时，巴菲特仍然坚持相信，“尽管股市已经跌了 3 年，普通股票已经大大增加了投资吸引力，但我们仍然认为，即使值得我们产生中等兴趣的可投资股票也是寥寥无几”。接下来，巴菲特不是逐步买入股票，而是一再减持股票，2003 年末时手里拥有的现金已经高达 360 亿美元。

对于巴菲特来说，无论是买入股票还是卖出股票，他都有极大的耐心与机构主力进行比拼。当然，我们还应该注意，长线投资绝不是不分青红皂白，随便抓只股票就长线投资。有些投资者认为长线投资就是在股价低时逢低买进，然后长线持有就一定能获利。其实，股票的质地是非常重要的，如果对个股的基本面没有充分的分析研究，不管个股是否具有上升潜力，随便抓只股票就长线投资，极有可能没有收获，甚至是负收益。

长线投资要有具体的操作计划方案。这些方案的制订，有利于投资者贯彻投资思维，坚持持股信心，并最终取得长线投资的成功。但是，市场中的环境因素是不断发展变化的，我们要根据股价涨升趋势，及时地调整方案和目标，让方案和目标为自己服务，不能被方案和目标束缚住手脚。

长线投资终究还是需要卖出的。投资者不要忘记长线投资的根本目的仍是获利，当股价的上升势头受到阻碍，或市场整体趋势转弱，或者当上市公司的发展速度减缓，逐渐失去原有的投资价值时，投资者应当果断地调整投资组合，减仓卖出。



图 1–16　长期投资是投资者战胜机构主力的唯一办法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十七、别做市场的分析师，要做企业的管理者



我们要发掘的值得长线投资的“不动股”是那些价值被低估的股票。

作为一般投资人，只要我们沿着这个路径，都能像巴菲特那样，从所有朝阳行业中找到具有“不动股”潜质的股票。不再依赖股评家荐股而相信自己，也许是未来炒股的新视角。

巴菲特选择投资标的物时，从来不会把自己当做市场分析师，而是把自己视为企业经营者。巴菲特在选择股票前，会预先做许多充分的功课：了解这家股票公司的产品、财务状况、未来的成长性，乃至于潜在的竞争对手。他总是通过了解企业的基本状况来挖掘值得投资的“不动股”。

事实上，我们也要学习巴菲特挖掘值得投资的“不动股”的方式，事先做好功课，站在一个较高的视角，如此可提供一种选股思路。我们要发掘的值得长线投资的“不动股”是那些价值被低估的股票，它可以是以下八种类型中的一种。

1. 知识产权和行业垄断型

这类企业发明的专利能得到保护，且有不断创新的能力，譬如美国的微软等企业。我们以艾利森的 Oracle 股票为例，1986 年 3 月 12 日上市时是每股 15 美元，而今拆细后每股市值是 6000 多美元，15 年前买入一动不动的话，今天就是一个百万富翁。可以想象，国内的以中文母语为平台的软件开发企业，牵手微软的上市公司，15 年后将是什么模样?

2. 不可复制和模仿型

世界上最赚钱且无形资产最高的，不是高科技企业而是碳酸水加糖，可口可乐百年不衰之谜就在于那个秘而不宣的配方。而国内同样是卖水起家的娃哈哈，其无形资产就达几百亿元。倘若我们生产民族饮料的上市公司能够走出国门，前景将是多么广阔? 而为可口可乐提供聚酯瓶的企业，生命周期会短吗?

3. 资源不可再生型

譬如像驰宏锌锗、江西铜业、宝钛股份、云南锡业等，其因资源短缺，而促使产品价格将长期向上。

4. 现代农业型

中国有广袤的耕地，有耕地就需要种子，像袁隆平一样的优良种子公司一定会果实遍地。同时，人天天要吃肉，要吃肉就得养猪，要养猪就得有饲料，像希望集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

团等饲料企业，就充满了“希望”。

5. 金融、保险、证券业型

譬如已经上市和即将上市的多家银行，平安保险、中国人寿、控股国华人寿的天茂集团和以中信证券为代表的证券公司，其成长性都既稳定又持久。

6. 变废为宝的清洁能源环保型

譬如像以垃圾发电的凯迪电力、深南电力等。垃圾遍地都是，能让垃圾变成黄金，将会使投入和产出形成多大的落差？此外，以风电、光伏为代表的清洁能源，像湘电股份、天威保变、江苏阳光、赣能股份等，是未来发展的方向。

7. 国际名牌型

譬如已经走向世界的格力电器、联想集团、青岛啤酒等，随着国际市场份额的扩大，企业将永葆青春活力。

8. 地产行业型

人民币升值，地产业成为最大受益者，该行业龙头像万科、保利地产和举办奥运会和世博会的北京、上海的地产公司都值得长线投资。

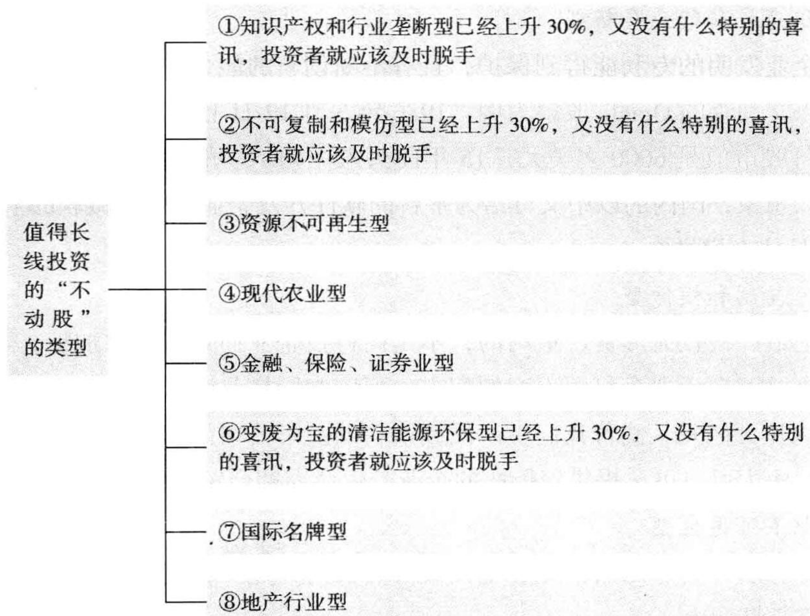


图 1-17　长期投资的类型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十八、一旦大笔买入，就要长期持有



我认为投资者应尽可能少地进行股票交易。一旦选中优秀公司大笔买入之后，就要长期持有。

股票投资是一种风险较大的投资，其风险的存在让你不得不考虑投入资金的安全性。股票投资风险来源于企业、股票市场和购买力三个方面，而投入资金的安全与否首先取决于企业的经营状况。在考察这些情况的时候，股票投资者要坚持投资活动的自主性，独立思考，自主判断，自己提醒自己，安全第一。正如巴菲特所说："现在避免麻烦比以后摆脱麻烦容易得多。"

巴菲特说："我认为投资者应尽可能少地进行股票交易。一旦选中某家优秀公司大笔买入后，就要长期持有。"

巴菲特认为，投资不是一种短期的行为，需要的是长期持股，但并不是每种股票都值得你长期持有。实际上，为巴菲特所认同的也不过那么几种，具体主要有：

1. 能持续获利的股票

巴菲特判断持有还是卖出的主要标准是：公司是否具有持续获利能力，而不是其价格上涨或者下跌。他所认为的持续获利能力，是根据报告中的一些项目综合分析得到的，具体公式为：

实际赢利=营业利润+主要被投公司的留存收益-留存收益分配时应缴纳的税款

这样经过汇总后能够得出该公司的实际赢利。就长期而言，投资决策的计分板还是股票市值，但股价将取决于公司未来的获利能力。投资就像是打棒球一样，想要得分，大家必须将注意力集中到球场上，而不是紧盯着计分板。如果企业的获利能力发生暂时性变化，但并不影响其长期获利能力，投资者应继续长期持有。但如果公司长期获利能力发生根本性变化，投资者就应毫无迟疑地卖出。

2. 安全的股票

无论将资金购买何种股票，如果没有安全系数的保障，非但得不到预期收益，还会有赔本的可能。

巴菲特理论的重点在于他试图寻找到那些在通常情况下，未来 10 年、15 年或者 20 年后的企业经营情况是可以预测的企业，因为这些企业具有安全性。

事实上，安全的企业经常是那些现在的经营方式与 5 年前甚至 10 年前几乎完全相同的企业。当然，管理层决不能因此过于自满，企业总是有机会进一步改善服务、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品线、生产技术等，这些机会一定要好好把握。但是，一家公司如果经常发生重大变化，就可能会因此经常遭受重大失误。

在 1977~1986 年，《财富》杂志世界 500 强企业中总计 1000 家中只有 25 家能够连续 10 年平均股东权益报酬率达到 20%，且没有 1 年低于 15%。

对于中国投资者在选择长期投资目标的时候，也可以按照巴菲特的方法对股票进行选择。通常情况下这样的股票都有两个显著的特点：

（1）其中大企业只使用相对于其利息支付能力来说很小的财务杠杆，真正的好企业并不需要借款。

（2）除了一家企业是高科技企业和其他几家是制药企业之外，绝大多数企业的业务一般非常普通，它们大都出售的还是与 10 年前完全相同的、并非特别引人注目的产品。

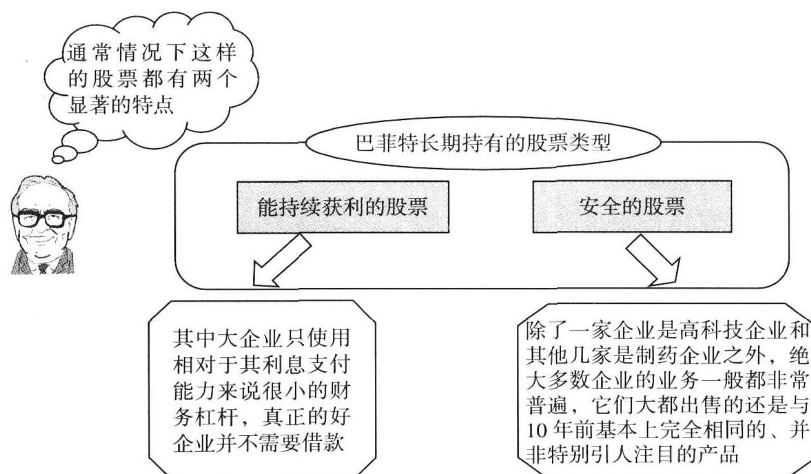


图 1–18　巴菲特长期持有的股票类型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

把投资当做婚姻一样的终身大事
——巴菲特的集中投资策略

一、让"市场先生"为你所用



不管用基本面分析还是技术分析，正确地判断"市场先生"情绪的前提都是自己必须保持冷静。

从今天看来，"市场先生"的寓言已经过时了，但是目前市场上的大多数职业选手和学术人士仍然在谈论着所谓的有效的市场、动态套期保值和估值。更让人感到难以理解的是他们对这些事情相当地感兴趣，因为裹着神秘面纱的投资技巧显然对投资建议提供者有利。然而对于那些喜欢听取投资建议的投资者来说，市场秘籍的价值却是另外一回事。对一家企业进行良好的判断，将思想和行为同围绕在市场中的极易传染的情绪隔绝开来，会让一个投资者成功。务必记住的准则就是："市场先生"是为你服务的，不要把它当成你的向导。

股市由几千万股民构成，在这场竞局中，自己账户之外的每一个人都是自己的对手，面对着如此众多的对手，未免"拔剑四顾心茫然"。所以必须对股市竞局的局面进行化简，把多方竞局化简为少数的几方。

"股神"——沃伦·巴菲特曾经举过一个"市场先生"的例子。设想你在与一个叫"市场先生"的人进行股票交易，每天"市场先生"一定会提出一个他乐意购买你股票的价格或将他的股票卖给你的价格。"市场先生"的情绪很不稳定，因此，在有些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日子“市场先生”很快活，只看到眼前美好的日子，这时“市场先生”就会报出很高的价格；其他日子，“市场先生”却相当沮丧且只看到眼前的困难，报出的价格很低。另外“市场先生”还有一个可爱的特点，他不介意被人冷落，如果“市场先生”所说的话被人忽略了，他明天还会回来，并提出他的新报价。“市场先生”对我们有用的是他口袋中的报价，而不是他的智慧，如果“市场先生”看起来不太正常，你就可以忽视他或者利用他这个弱点。但是如果你完全被他控制，那后果就不堪设想了。

在巴菲特面前，“市场先生”像个蹩脚的滑稽演员，徒劳地使出一个又一个噱头，却引不起观众的笑声，帽子举在空中不仅没有收到钱，反倒被连帽子一起抢走了。但“市场先生”绝非蹩脚的演员，他的这些表演并非无的放矢，这正是他战胜对手的手段。“市场先生”战胜对手的办法是感染。巴菲特先生非常冷静，“市场先生”的表演在他面前无效，反倒在表演过程中把弱点暴露给了他。但对其他的股民来说，“市场先生”的这一手是非常厉害的，多数人都会不自觉地受到它的感染而变得比“市场先生”更情绪化。这样一来，主动权就跑到了“市场先生”手里，输家就不再是“市场先生”了。这就是“市场先生”的策略。

“市场先生”对于指导操作是很有启发意义的。“市场先生”要想战胜你，让你发疯，那他自己必须先发疯，因此我们说“市场先生”的发疯是可以预期的。只要耐心等待，必然可以等到。到时候只要你保持冷静，不跟着他发疯，就必然可以战胜他。

巴菲特应对的方法叫做判断股票价值，从而有了一个客观的尺度来判断“市场先生”的报价是否过高或过低。股票技术分析方法则是直接通过交易情况来判断“市场先生”的情绪。不管用基本面分析还是技术分析，正确的判断市场先生情绪的前提都是自己必须保持冷静。

按这种思路，巴菲特赢的是市场先生，赢的依据在于市场先生的情绪不稳定。而巴菲特掌握了判断市场先生情绪的方法，赢得明明白白。

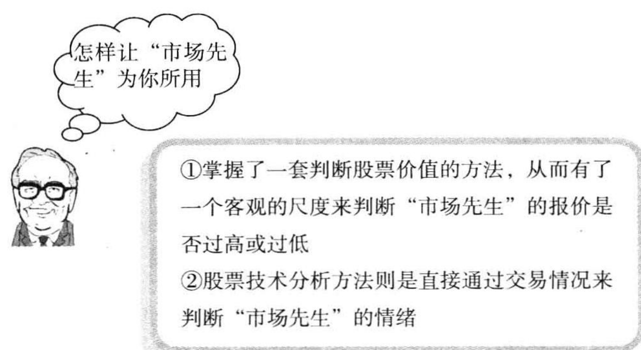


图 2-1　让“市场先生”为你所用的方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、价格一定会向价值回归



价值规律是商品经济的基本规律，而股市是商品经济的产物，理所当然要遵循价值规律。

短期内的股价波动对价值投资者来说毫无意义，因为价值规律告诉我们，价格总有一天会向其价值回归的。这种价值回归具有相对滞后性，正便于投资者从容决策。

巴菲特说："最近 10 年来，实在很难再找得到同时符合我们关于价格与价值的比较标准的权益投资目标。尽管我们发现什么事都不做才是最困难的一件事，我们还是需要尽量避免降格以求。"

巴菲特认为，"市场先生"在报出股票交易价格时，最终是遵循价值规律的。道理很简单：价值规律是商品经济的基本规律，而股市是商品经济的产物，理所当然它也要遵循价值规律。

价值规律的基本原理：商品的价值是由生产商品的社会必要劳动时间决定的，商品交换根据商品的价值量来进行。

价值规律的表现形式：在商品交换过程中，由于受供求关系影响，价格会围绕价值上下波动。从短期看，价格经常背离价值；从长期看，价格一定会向价值回归。

有一次，在格雷厄姆—纽曼公司工作时，巴菲特向格雷厄姆请教：投资者怎样才能确定一只股票的价值被市场低估，但它最终会升值呢？格雷厄姆耸耸肩说："市场最终总是这么做的。从短期来看，市场是一台投票机；但从长期来看，它是一台称重机。"

格雷厄姆认为，影响股票价格的两个最重要的因素：一是企业的内在价值；二是市场投机。正是这两者交互作用，才使得股价围绕着企业内在价值上下波动。这就是说，价值因素只能在一定程度上影响股票价格，股票价格偏离内在价值的事情是经常发生的，也是毫不奇怪的。

读者是否还记得，1969 年，巴菲特认为当时的美国股市已经处于高度投机状态，真正的市场价值分析原理在投资分析和决策中所起的作用越来越小，于是解散了合伙企业巴菲特有限公司，并且对公司资产进行了彻底清算，对公司持有的伯克希尔股票按投资比例进行了分配。

遵照格雷厄姆的教诲，巴菲特和他的合作伙伴芒格，把衡量伯克希尔公司可流通股票价值大小的标准，确定为在一个相当长的时期内股票价格表现，而不是看每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天甚至每年的股票价格变化。

因为他们相信，股市可能会在一段时期内忽视企业的成功，但最终一定会用股价来反映这种成功的。只要公司的内在价值以令人满意的速度增长，那么，公司的成功究竟在什么时候被市场普遍认可，就不是一件非常重要的事。

相反，这种市场共识相对滞后，对投资者来说很可能是一件好事——它会带来许多好机会，让你以很便宜的价格买到更多的好股票。

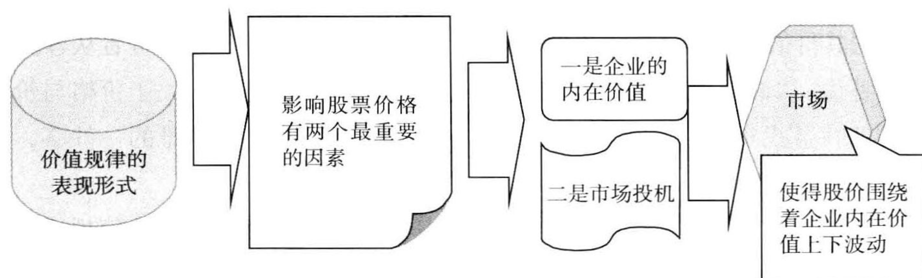


图 2-2 股票价格向价值回归

三、不要浪费精力分析经济形势



不要浪费你的时间和精力去分析什么经济形势，去看每日股票的涨跌，你花的时间越多，就越容易陷入思想的混乱并难以自拔。

巴菲特说，在一般的投资咨询会上，经济学家们会做出对宏观经济的描述，然后以此为基础展开咨询活动。在巴菲特看来，那样做是毫无道理的。假设艾伦·格林斯潘和罗伯特·鲁宾两位重量级人物，一个在他左边，一个在他右边，悄悄告诉他未来 12 个月他们的每一步举措，他也是无动于衷的，而且也不会影响到他购买公务飞机公司或者通用保险公司，甚至他做的任何事情。

与大多数投资者不同的是，巴菲特从不浪费时间和精力去分析经济形势，也从不担心股票价格的涨跌。他告诫投资者："不要浪费你的时间和精力去分析什么经济形势，去看每日股票的涨跌，你花的时间越多，就越容易陷入思想的混乱并难以自拔。"

巴菲特认为，正如人们无需徒劳无功地花费时间担心股票市场的价格一样，他们也无需担心经济形势。如果你发现自己正在讨论或思考经济是否稳定地发展，利率是否上扬或下跌，是否有通货膨胀或紧缩的可能时，慢点！这时候请让你自己喘一口气。巴菲特原本就认为经济有通货膨胀的倾向，除此之外，他并不浪费时间或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精神去分析经济形势。

一般说来，投资人都习惯以一个经济上的假设作为起点，然后在这完美的设计里巧妙地选择股票来配合它。巴菲特认为这个想法是愚蠢的。首先，没有人能够真正具备准确预测经济形势和股票市场的能力。其次，既然投资者选择的股票会在某一特定的经济环境里获益，那么投资者就不可避免地会面临变动与投机。不管投资者是否能正确预知经济形势，其投资组合都将视下一波经济景气状况而决定其报酬。

巴菲特比较喜欢购买那种在任何经济形势中都有机会获益的企业股票。当然，整个经济力量可以影响毛利率。但就整体而言，不管经济是否景气，巴菲特的股票都会得到不错的收益。在选择有能力在任何经济环境中获利的企业时，时间将被更聪明地运用。而不定期地短期持有股票，只能在正确预测经济景气时才会获利。

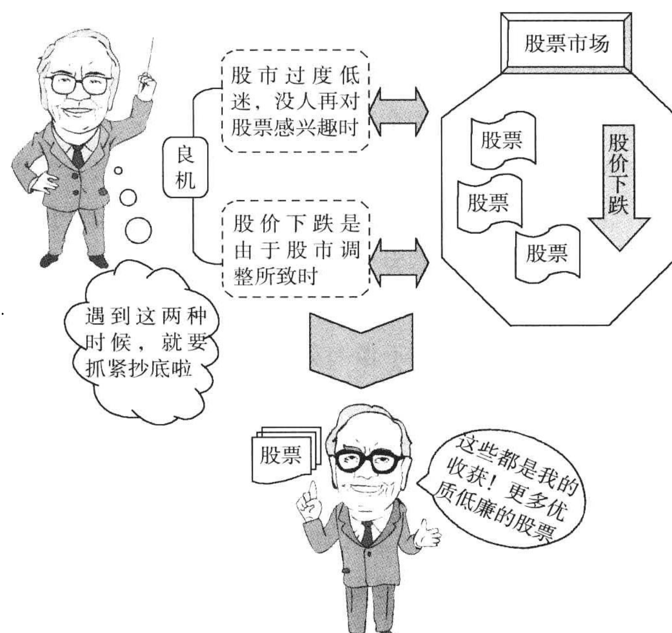


图 2-3　抓住市场下跌的抄底良机

一般来说，经济形势和股票市场的形势不一定同步，有时候甚至是反向的。有时候经济形势很好，而市场却很萧条；而当经济萧条的时候，股票市场却走出了一波好行情。比如，大萧条时期，1932 年 7 月 8 日道琼斯指数跌至历史最低点的 41 点。直到富兰克林·罗斯福在 1933 年 3 月上任前，经济状况始终持续恶化，不过当时股市却涨了 30%。第二次世界大战初期，美军在欧洲和太平洋战场的情况很糟，1942 年 4 月股市再次跌至谷底，这时离盟军扭转战局还很远。又如，20 世纪 80 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代初，通货膨胀加剧、经济急速下滑，但却是购买股票的最佳时机。

市场与预测是两码事，市场是变化的，而预测是固定不变的，预测的固定不变只会给分析市场的人以错觉。所以，巴菲特提醒投资者，投资要谨慎，不能轻率地进行投资，不要只做股市中的投票机。

四、如果市场总有效，我只能沿街乞讨



大量实证研究表明，股票市场并不像有效市场假说声称的那样，总是能够形成均衡预期收益，实际上市场经常是无效的。

巴菲特说："如果股票市场总是有效的，我只能沿街乞讨。"所以我们无须理会股票的涨跌。对待股票价格波动的正确态度是所有成功的股票都是投资者的试金石。我们要做的只是两门功课：一门是如何评估企业的价值；另一门是如何思考市场价格。其他的信息就不是我们所要关心的。

1988 年，巴菲特在致股东的信里写道："在过去的 63 年来，大盘整体的投资报酬大概只有 10%。"这指的就是最初投入 1000 美元，63 年后就可以获得 405000 美元。但是如果能够得到的投资报酬率为 20%（这个回报率是伯克希尔以及巴菲特的老师格雷厄姆的公司的长期投资业绩），现在就能变成 9700 万美元。

大量实证研究表明，股票市场并不像有效市场理论声称的那样，总是能够形成均衡预期收益，实际上市场经常是无效的。关于市场的无效，有这样一则小故事：两位信奉有效市场理论的经济学教授在芝加哥大学散步，忽然看到前方有一张像是 10 美元的钞票，其中一位教授正打算去拾取，另一位拦住他说，"别费劲了，如果它真的是 10 美元，早就被人捡走了，怎么会还在那里呢？"就在他俩争论时，一位叫花子冲过来，捡起钞票，跑到旁边的麦当劳买了一个大汉堡和一大杯可口可乐，边吃边看这两位还在争论的教授。

对市场是有效的还是无效的理解，直接影响到你的投资策略。如果你相信有效市场，你就会认为股票的价格总是反映了所有相关的信息，你的操作手法就是追涨杀跌。所以你无须了解公司的基本面，因为基本面反映在股价上，你只要进行技术分析就可以了。

如果你认为市场是无效的，你就可以不理会大盘的涨跌，抛开技术分析，只要公司的价值和股票的价格相一致，就是你极佳的买入点。然而，决定买进卖出的不是股票价格的波动，而是公司经营业绩的好坏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实表明，有效市场理论是存在很大的缺陷的。有三点原因：①投资者不可能总是理智的。按照有效市场理论，投资者将使用所有可得信息而在市场上定出理智的价位。然而大量行为心理学的研究表明，投资者并不拥有理智期望值。②投资者对信息的分析不正确。他们总是依赖捷径来决定股价，而不是依赖最基本的体现公司内在价值的方法。③业绩衡量杠杆强调短期业绩，这使得从长远角度击败市场的可能性不复存在。

正是由于以上原因，巴菲特、费舍、林奇这些投资大师以自己多年的投资经验告诫我们：要走出有效市场理论的误区，正确认识市场的无效性，回归价值投资策略。只有这样，我们才能规避市场风险，持续战胜市场。



图 2-4 有效市场理论存在缺陷的原因

五、企业的无形资产可以抵抗通货膨胀



对于具有长期发展规律的商业企业来说，有形资产越小、无形资产越大的公司越是能够抗拒这种通货膨胀状况。

巴菲特善于选择那些可以用较少的净有形资产却能创造较高获利的公司，正因为具备这样的优势，即使受到通货膨胀的影响，市场上仍允许时思公司拥有较高的本益比。通货膨胀虽然会给许多企业带来伤害，但是那些具备消费独占性的公司却不会受到损害，反而还能从中受益。

1983 年，巴菲特在致股东的信里写道："多年以来，传统积累的经验告诉我们，我们拥有的资源和设备厂房等有形资产的企业对于抵抗通货膨胀来说是比较有优势的，但事实上却并非如此，拥有丰富资产的企业往往没有很高的报酬率，有时甚至低到，因通货膨胀引起的需要增加的额外的投资都不够，更不用说，把企业的继续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长和分配盈余分给股东或是其他并购新企业了。

但是，对于部分拥有无形资产多于有形资产的企业来说，通货膨胀一旦发生，便会积累出令人吃惊的财富。对于这类公司来说，商誉的获利能力大大地增加了，可动用盈余进行大举并购。对于通信行业来看，这种现象是很明显的，因为这样的企业并不需要投入过多的有形资产，企业可以一直处于成长的状态，在通货膨胀来临的年代，商誉就像是天上掉下来大的礼物一样。”

巴菲特讲的这段话不仅是对“商誉”的辅助性的解读，同时巴菲特的企业帝国也是在他的这种思想下进行收购进来的，这是他私房薪水的来源。

1972 年，巴菲特买下了一家平凡的糖果公司——时思，当时该公司仅依靠着 800 万美元的净资产就能每年获得 200 万美元的盈余。但是如假设另外一家平凡的公司，同样每年能够赚得 200 万美元的利润的话，这就必须靠 1800 万美元的净资产来创造出这个数字了。然而，对比这家公司的净资产报酬率却只有 11%。

如果这样的公司要出售的话，最大的可能就是以 1800 万美元的净资产的价格将该公司卖掉，但是巴菲特做出的决定却是支付 2500 万美元去买下具有同样获利能力的时思。他这样做的原因是什么呢？难道他不会亏损吗？

巴菲特是将通货膨胀的因素考虑进去了。设想一下，如果物价暴涨 1 倍的话，如果这两家企业都要赚到 400 万美元以维持原来的获利能力的话，这也许并不是困难的事。只要在维持现有销售数量的情况下，将价格提高 1 倍，只要毛利率维持不变，那么获利能力自然会增加。大家现在应该知道巴菲特为什么选择时思了吧。因为时思的净资产价值只有区区 800 万美元，所以只要再投入 800 万美元就可以应对通货膨胀了，而对于其他一般的企业而言，需要的投入则可能必须超过 2 倍，也就是需要差不多 1800 万美元的资金才可以达到。

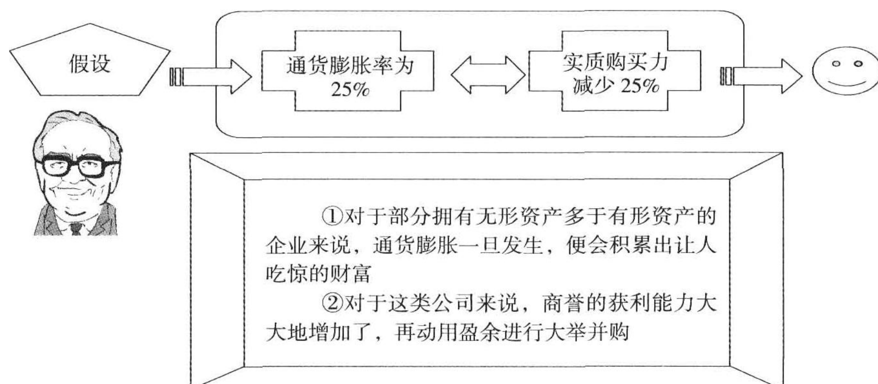


图 2-5　企业的无形资产可以抵抗通货膨胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、历史数据并不能说明未来的市场发展



如果投资者选择的股票会在某一特定的经济环境里获益，投资者就不可避免地会面临变动与投机。

巴菲特说："让我再重申一遍：对我而言，未来永远是不明白的。"一个人可以"预言"股市的趋势，就好像一个人能够预测一只鸟飞离树梢时它将向哪飞走一样，但那只是一种猜测而非分析。既然巴菲特认定股市趋势无规律且不可测，那么他当然不信技术分析具有什么科学性了。他说："我们一直觉得股市预测的唯一价值在于让算命先生从中渔利。"

1998 年，巴菲特在佛罗里达大学商学院演讲时说："用你重要的东西去冒险赢得对你并不重要的东西，简直是不可理喻的，即使你的成功的概率达到 100：1 或是 1000：1。假如你给我一把抢，枪里面有 1000 个甚至 100 万个位置，然后你告诉我里面只有一发子弹，如果你问我多少钱才可能让我拉动扳机？而事实上，我是根本不会去那么做的。你可以下赌注，就算我赢了，那些钱对于我来说也是没有任何意义的；如果我输了，那结果还是很显然的。对于这样的游戏我是没有一点兴趣的。

我不能理解的是，16 个这么高智商的能人来玩这样一个游戏，这简直是不可理喻的一种行为。在某种程度上而言，他们的决定基本上都依靠于一些事情。他们都拥有着所罗门兄弟公司的强大背景，他们所说的一个六西格玛或一个七西格玛的事件来说，是很难给他们造成伤害的。这属于他们的失误，历史是不会告诉你将来某一个金融事件发生的概率的。"

在这个问题上，巴菲特的见解是，历史的统计规律对未来的预测是没有任何帮助的。有人迷信历史总是会重复的，其实历史不重复的时候是很多的，而且即使重复也不知道它是从什么时候开始的，频率是否频繁？

那么，巴菲特自己心中的标准又是什么呢？1993 年，他在致股东的信里说："在 1919 年，可口可乐的股票公开上市的股票价格为 40 美元，直到 1920 年，当时市场对可口可乐的前景十分不看好，这就导致了可口可乐的股价下跌到 19.5 元的价格。然而，直到 1993 年底，如果能够将当时收到的股利再重复的投资下去，那么当初的股票的价值就会变成 210 万美元。正如格雷厄姆说过的那样，从短期来看，市场只是一个投票的机器，这不需要投资人具备智能或是情绪来控制，只要你有资金就可以办到；但是从长期来看，股市却是一个称重计，它能够衡量出哪只股票具有可投资价值。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 2-6 历史数据并不能说明未来的市场发展

七、如果你拥有 40 位妻妾，你无法对每一个女人都认识透彻


集中投资的前提是精心选股。

怎样才能做到集中投资？问题的关键是投资者要把购买的该股票当做是全部收购该企业一样来看待。工夫要花在对该公司的考察及其内在价值的评估上，而不是频繁进出仓。

1984 年，巴菲特在致股东的信中说："以我们的财务实力，我们可以买下少数我们想要买的并且价格合理的股票。比尔·罗斯形容过度分散投资的麻烦：如果你拥有 40 位妻妾，你一定没有办法对每一个女人都认识透彻。从长期来看，我们集中持股的策略最终会显示出它的优势，虽然多少会受到规模太大的拖累，然而就在某一年度表现得特别糟，至少还能够庆幸我们投入的资金比大家要多。"

他认为，多元化是针对无知的一种保护。它不仅不会降低投资风险，反而会分摊投资利润，但是集中投资却可以帮助我们集中收益。

当然，集中投资的前提是精心选股。一般来说，应集中投资于下述三种股票：

1. 集中投资于最优秀的公司

"作为投资者，我们都想投资于那些业务清晰易懂、业绩持续优异、由能力非凡并且为股东着想的管理层来经营的优秀公司。这种目标并不能充分保证我们投资赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利：我们不仅要在合理的价格上买入，而且我们买入的公司的未来业绩还要与我们的估计相符。但是，这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的唯一机会。

其实作为投资者，我们的收益来自一群由企业经理人组成的超级团队的努力，他们管理的公司虽然经营十分普通的业务，却取得了非同寻常的业绩，我们集中投资所要寻求的就是这类优秀的公司。”

2. 集中投资于你熟悉的公司

投资者为了真正规避风险，在投资时必须遵循一个能力圈原则。你并不需要成为一个通晓每一家公司的专家，你要能够评估在你能力圈范围之内的几家公司就足够了。能力圈的大小并不重要，重要的是你要很清楚自己能力圈的边界。

我们的策略是集中投资。我们应尽量避免“当我们只是对企业或其股价略有兴趣时，这种股票买一点、那种股票买一点”的分散投资做法。当我们确信这家公司的股票具有投资吸引力时，我们同时也要相信这只股票值得大规模投资。

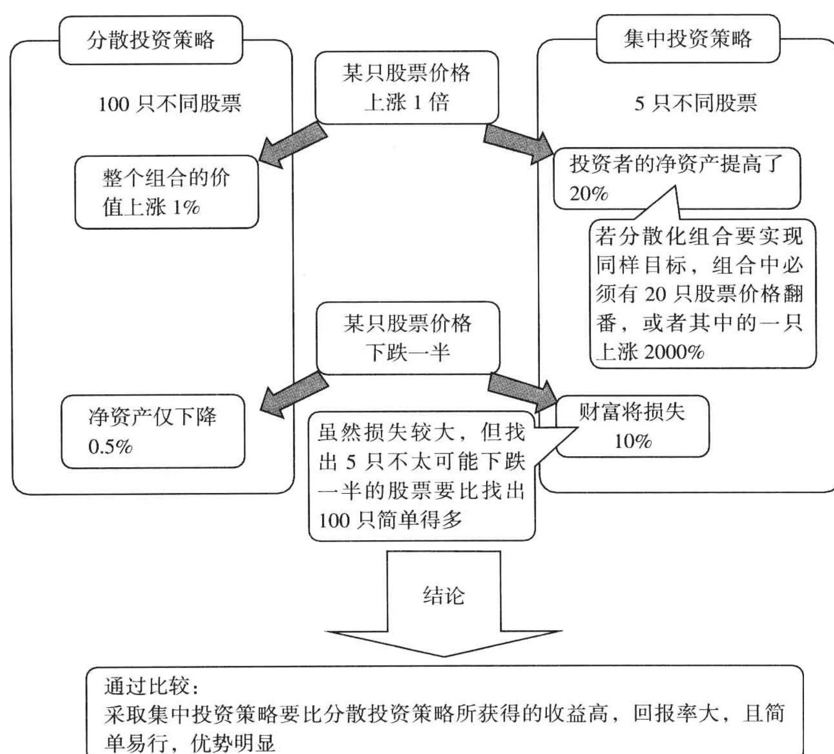


图 2–7　分散投资策略和集中投资策略的对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 集中投资于风险最小的公司

巴菲特之所以采用集中投资策略，是因为集中投资于非常了解的优秀企业股票的风险远远小于分散投资于根本不太了解的企业股票。

“在股票投资中，我们期望每一笔投资都能够有理想的回报，因为我们将资金集中投资在少数几家财务稳健、具有强大竞争优势，并由能力非凡、诚实可信的经理人所管理的公司股票上。如果我们以合理的价格买进这类公司时，投资损失发生的概率通常非常小，确实在我们管理伯克希尔公司股票投资的 38 年间（扣除通用再保与政府雇员保险公司的投资），股票投资获利与投资亏损的比例大约为 100：1。”

八、选择越少，反而越好



集中投资是市场赋予个人投资者的一个优势，个人投资者更应该利用这个优势。

在某种程度上，集中投资是对投资不确定性的一种回避。若使投资尽量具有确定性，这在客观上存在一定难度。集中投资具有将更大比例甚至全部比例的资金筹码投资于高概率的收益品种上的特点。在集中投资前，精密仔细地分析研究是必须的。在投资的过程中，个人投资者需要做到耐心、客观、仔细地分析，以应对“股神”不可预测的风险。

巴菲特说：“这种投资方法集中投资——寻找超级明星股——给我们提供了走向真正成功的唯一机会。”

巴菲特认为，既然集中投资是市场赋予个人投资者的一个优势，那么个人投资者更应该利用这个优势。事实上，集中投资这种方法尽管是一种快而准的投资方式，却长期被市场投资者所忽略。我们身边的不少个人投资者，10 万元资金拥有 5 只以上股票的人不在少数，而这些人绝大部分是赔钱的。其实，在现在的市场规模和流动性中，就算是 1000 万元的资金拥有一只股票也未尝不可，作为个人投资者更多要做的是投资背后的工夫。

美国投资大师林奇在《战胜华尔街》中就表达过类似的观点：“在众多的股票中找到几个十年不遇的大赢家才是你真正需要的。如果你有 10 种股票，其中 3 种是大赢家，1~2 种赔钱，余下 6~7 种表现一般，你就能赚大钱。如果你能找到几个翻 3 倍的赢家，你就不会缺钱花，不管你同时选了多少只赔钱的股票。如果你懂得如何了解公司的发展状况，你会把更多的钱投入到成功的公司中去。你也不需要经常把钱翻 3 倍，只需一生中抓住几次翻 3 倍的机会，就会建立相当可观的财富。假若你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始投资时用 1 万美元，然后有 5 次机会翻 3 倍，你就可以得到 240 万美元；如果有 10 次翻 3 倍的机会，你的钱就变成了 5.9 亿美元。”

选股不在多，而在于精。我们常说“精选”，这就意味着少选，精在于少，而不在于多。巴菲特告诉我们，选择越少，反而越好。巴菲特在股票投资中，他选的 7 只超级明星股，只投资了 40 多亿美元，却赚了 280 多亿美元，占了他股票投资总赢利的 9 成左右。可见，1 只绩优股胜过 100 只甚至 1000 只垃圾股。

巴菲特说：“对于每一笔投资，你都应该有勇气和信心将你净资产的 10%以上投入此股。”可见，巴菲特认为同时持有 10 只股票就够了。巴菲特的投资业绩远远超过市场平均水平也正得益于此。事实上，很多年份，巴菲特重仓持有的股票不到 10 只。他集中投资的股票数目平均只有 8.4 只左右，而这几只股票的市值占整个投资组合的比重平均为 91.54%。

对中小股民来说，集中投资是一种快而准的投资方式。因为个人投资相对于机构投资者在集中投资上更有优势。机构投资者即便再集中，因为政策确定、回避风险和其他基金的竞争不可能使其资金过分地集中在几只股票上，个人的特征也决定了集中投资是快而准的。

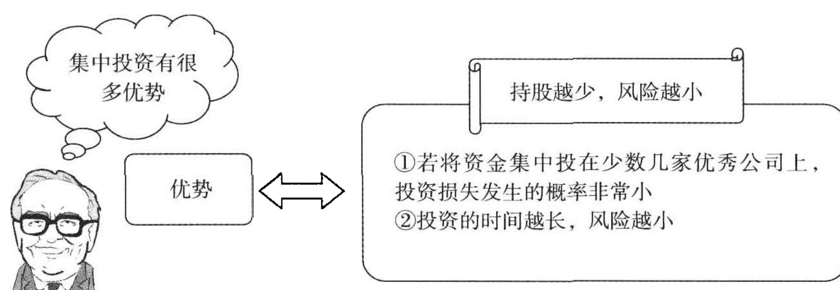


图 2-8 集中投资的优势

九、投资者最忌讳的是游击战术



我们宁愿要波浪起伏的 15%的回报率，也不要四平八稳的 12%的回报率。

持续的“一夜情”，注定只能产生两个结果：患上艾滋病或者严重的心理疾病，绝没有人能靠它获得长久的幸福。投资也是一样，假如你一年要买卖股票几十次，你难道比巴菲特和凯恩斯都聪明吗？投资者最忌讳的是游击战术，打一枪换一个地方的投资者只能算是投机者。这种情况下，没有几个投机者能成功。为了不在股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

血本无归，我们需要进行集中投资。

巴菲特说："我们宁愿要波浪起伏的 15%的回报率，也不要四平八稳的 12%的回报率。"

虽然巴菲特只是简短的一句话，但是实际上他强调的就是集中投资的重要性，以及采用集中的持续竞争优势价值策略会有一定的竞争优势。既然集中投资既能降低风险，又能提高回报，那么短期的业绩波动大些又何妨？国外许多价值投资大师都以他们出众的投资业绩及大量实证研究证明了集中投资可以取得较高的长期收益率。

以凯恩斯管理的切斯特基金为例，在 1928~1945 年的 18 年间，年平均投资回报率以标准差计算的波动率为 29.2%，相当于英国股市波动率的 2.8 倍，但其 18 年中年平均回报率为 13.2%，而英国股市年平均回报率只有 0.5%。

又如，查理·芒格管理其合伙公司时，将投资仅集中于少数的几只证券上，其投资波动率非常巨大。在 1962~1975 年的 14 年间，年平均投资回报率以标准差计算的波动率为 33%，接近于同期道琼斯工业平均指数波动率的 2 倍。其 14 年间平均回报率相当于道琼斯工业平均指数平均回报率的 4 倍，达到 24.3%。

再如，比尔·罗纳管理的红杉基金采用高度集中的投资策略，每年平均拥有 6~10 家公司股票，这些股票约占总投资的 90%以上，其投资波动率非常巨大。1972~1997 年，年平均投资回报率以标准差计算的波动率为 20.6%，高于同期标准普尔 500 指数波动率的 4 个百分点。但其 14 年的年平均回报率为 19.6%，超过标准普尔 500 指数年平均回报率约 20%。1987~1996 年，巴菲特管理的伯克希尔公司主要股票投资平均年收益率为 29.4%，比同期标准普尔 500 指数平均年收益率高出 5.5%。

如果巴菲特没有将大部分资金集中在可口可乐等几只股票上，而是将资金平均分配在每只股票上，那么同等加权平均收益率将为 27%，比集中投资收益率要降低 2.4%，使其相对于标准普尔 500 指数的优势减少了近 44%。如果巴菲特不进行集中投资，而采用流行的分散投资策略，持有包括 50 种股票在内的多元化股票组合，那么即便伯克希尔公司持有的每种股票占 2%权重，其分散投资的加权收益率也仅有 20.1%。

还有，"股神"巴菲特管理的伯克希尔公司在过去 41 年（至 2006 年），也就是巴菲特从 1965 年接手之后，伯克希尔公司每股净值由当初的 19 美元增长到现在的 50498 美元。第二次世界大战以后，美国主要股票的年均收益率在 10%左右，巴菲特却达到了 22.2%的水平。但是，由于伯克希尔公司以上收益中同时包括了股票投资、债券投资和企业并购等，并不能直接反映巴菲特股票投资的真实收益水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

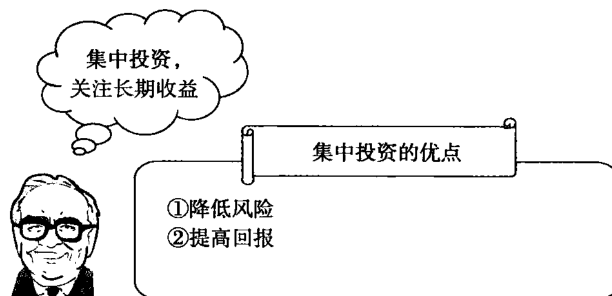


图 2–9　集中投资的优点

十、计算机的精确性也不过是臆断和毫无根据的猜测


集中投资于被市场低估的优秀公司比分散投资于一般公司更能够降低真正的投资风险。

采取的集中投资战略是防止我们陷入传统的分散投资教条。许多人可能会因此说这种策略一定比组合投资战略的风险大，其实这个观点并不十分正确。投资者应该相信，这种集中投资策略使投资者在买入股票前既要进一步提高考察公司经营状况时的审慎程度，又要提高对公司经济特征的满意程度的要求标准，因而更可能降低投资风险。在阐明这种观点时，我们可以将风险定义为损失或损害的可能性。

1996 年，巴菲特在伯克希尔公司年报中讲道："我们坚信，计算机模型预测的精确性也不过是臆断和毫无根据的猜测。事实上，这种模型很有可能会诱使决策者做出完全错误的决定。在保险和投资领域，我们曾经目睹过很多类似原因造成的灾难性结果。所谓的'组合保险'在 1987 年市场崩溃期间带来的破坏性结果，让一些笃信计算机预测的人们大跌眼镜，到那时为止，他们才真正意识到，真应该把这些计算机扔到窗外。"

巴菲特认为确定风险不是通过价格波动，而是公司价值变动。所谓风险是指价值损失的可能性而不是价格的相对波动性。集中投资于被市场低估的优秀公司比分散投资于一般公司更能够降低真正的投资风险。

据《中国证券报》报道，2006 年 12 月份，深圳万科有限售条件的股份可以在二级市场上进行交易，这个消息对于万科最大的个人股东王先生来说是一个里程碑式的利好。因为他所持有的万科公司的股票可以上市流通了。

其实，王先生当初持有万科股票，是基于对公司管理层的信任。1988 年 12 月末，万科正式向社会发行股票，由于一家外商的临时变卦，在紧急时刻王先生投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

400 万元认购了 360 万股。在公司发展的快速扩张时期，他也积极参与项目的判断并给出了自己的建议。

基于对万科公司的了解和信任，王先生开始集中投资于万科公司。资料显示，1988 年王先生持有万科股票 360 万股，1992 年王先生持有万科股票 370.76 万股。此后，通过送股和配股以及二级市场的增持，1993 年王先生拥有 503.29 万股，1995 年股数为 767 万股，2004 年为 3767.94 万股，2006 年为 5827.63 万股。前后 18 年，刘先生总共用了 400 万元集中持有了万科的 5827.63 万股非流通股。这些股的回报率则达到了 176 倍，在 2007 年 3 月份回报率更是达到了 300 倍左右。

可以说，深圳万科的个人投资者王先生通过长期集中持有万科公司的股票获得了巨大的收益。由此看来，集中投资虽不能让我们在短期内获得暴利，但是从长期来看，其所带来的总回报率是远远超过市场平均水平的。所以，集中投资需要我们有长远的眼光，应关注长期的收益率，而不要过分迷恋短期的收益。

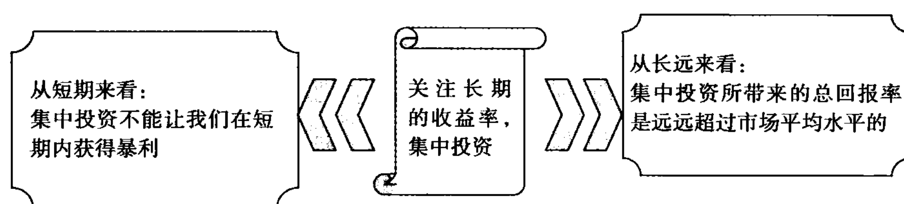


图 2-10　集中投资需要长远的眼光

十一、打牌与投资相似，尽可能多地收集信息



集中投资最关键的环节是估计赢的概率及决策集中投资的比例，其秘诀就是在赢的概率最高时下大赌注。

不是每个投资者都可以准确地计算出自己的概率，也不是说让每个投资者都努力成为桥牌高手。虽然巴菲特借助打桥牌来计算成功的概率并不适合每个人，但是我们可以从中学习他的这种思维模式，即时刻保持对股市全局的审视。首先判断什么是理性的事情，然后权衡输与赢的比率。

巴菲特说："集中投资要求我们集中资本投资于少数优秀的股票。在应用中最关键的环节是估计赢的概率及决策集中投资的比例，其秘诀就是在赢的概率最高时下大赌注。"

巴菲特所谓赢的概率，其实是对所投资企业价值评估的准确概率，而估值的准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确性又取决于对企业在未来长期的持续竞争优势进行预测的准确概率。

估计成功的概率与我们在数学中学习的概率计算有很大的不同。传统的概率计算以大量的统计数据为基础，是根据大量重复性试验中事件发生的频率进行概率计算。但是，我们投资的企业面对的永远是与过去不同的竞争环境和竞争对手。竞争环境、竞争手段，甚至我们投资的企业自身都在不断地变动之中，一切都是不确定的，一切也都是不可重复的。所以，我们根本无法计算企业竞争成功的频率分布，也根本无法估计成功的概率是多少。

但是为了保证投资获利，我们又必须估计成功的概率。一个类似的例子是足球彩票竞猜。每次曼联队面临的对手都是不同的球队，即使是相同的球队，其队员和教练可能也有了许多变化，因此根本找不到与今天比赛完全相同的、完全可重复的历史比赛数据来进行概率估计。由此，我们唯一可做的便是进行主观概率估计。虽然主观评估赢的概率没有固定的模式可依据，但我们可以借鉴股神巴菲特的成功经验，他就是用打桥牌的方法来估计成功概率的。

巴菲特每个星期大约打 12 小时的桥牌。他经常说："如果一个监狱的房间里有 3 个会打桥牌的人的话，我不介意永远坐牢。"他的牌友霍兰评价巴菲特的牌技非常出色，"如果巴菲特有足够的时间打桥牌的话，他将会成为全美国最优秀的桥牌选手之一。"其实打桥牌与股票投资的策略有很多相似之处。巴菲特认为："打牌方法与投资策略是很相似的，因为你要尽可能多地收集信息，接下来，随着事态的发展，在原来信息的基础上，不断添加新的信息。不论什么事情，只要根据当时你所有的信息，你认为自己有可能成功的机会，就去做它。但是，当你获得新的信息后，你应该随时调整你的行为方式或你的做事方法。"

也许伟大的桥牌选手与伟大的证券分析师一样，他们都具有非常敏锐的直觉和

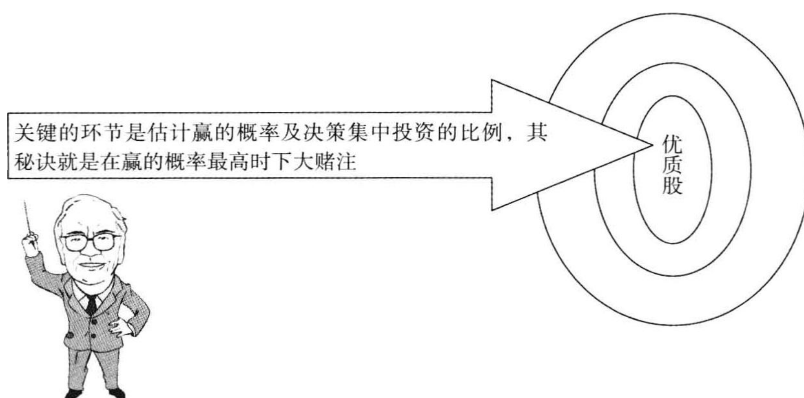


图 2-11 在赢的概率最高时下大赌注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判断能力，他们都在计算着胜算的概率，他们都是基于一些无形的、难以捉摸的因素做出决策。巴菲特谈到桥牌时说："这是锻炼大脑的最好方式。因为每隔 10 分钟，你就得重新审视一下局势……在股票市场上决策不是基于市场上的局势，而是基于你认为理性的事情上……桥牌就好像是在权衡赢得或损失的概率。你每时每刻都在做着这种计算。"

十二、把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好它



把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好它。

对于投资者而言，你的投资目标应该仅仅是用合理的价格去购买一些容易被你理解的业务的公司。你可以确定在开始的五年、十年甚至二十年内，这家公司的收益肯定能够有大幅度的增长。并且在相当长的时间内，你会知道只有少数几家公司符合你的这些要求。所以一旦你看到符合你的标准的公司，你就应该毫不犹豫地大量持有该公司的股票。

巴菲特说："不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里这句话是错误的，投资应该像马克·吐温建议的那样，'把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好它'。"

巴菲特建议投资者应该集中投资于自己最了解、风险最小、最优秀的公司："如果你是一位学有专长的投资者，能够对企业的经济状况有所了解，并能够发现 5~10 家具有长期竞争优势且股票价格合理的公司，那么对你来说传统的分散投资就毫无意义，那样做只会起到损害你的投资成果并增加投资风险的作用。但令人不解的是，为什么那些分散投资的信奉者会选择一家在他喜欢的公司中名列第 20 位的公司来进行投资，而不是很简单地只投资于他最喜欢的公司——他最了解、风险最小并且利润潜力最大的公司。用预言家梅伊·韦斯特（Mae West）的话来说：好事多多益善（Too much of a good thing can be wonderful）。"

巴菲特认为，必须集中投资于投资人的能力范围之内，业务应该简单、稳定，且现金流能够可靠地预测的优秀企业。巴菲特说："我们努力固守于我们可以了解的公司。这意味着他们本身通常具有相当简单且稳定的特点，如果企业很复杂而产业环境也在不断变化，那我们就实在没有足够的聪明才智去预测其未来现金流量了。然而实际的情况是，这个缺点一点也不会让我们感到困扰。对于大多数投资者而言，重要的不是他到底了解什么，而是他们真正明白自己到底不知道什么。只要能够尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量避免犯重大的错误，投资人只需要做很少几件正确的事情就足可以保证赢利了。"

我们的收益来源于一群由企业经理人组成的超级团队的努力，由他们管理的公司虽经营着看起来十分普通的业务却取得了非同寻常的业绩。我们宁愿只拥有一颗希望之星的很小部分（the hope diamond，世界上最大的深蓝色钻石，重达 45.5 克拉），也远远胜过 100%拥有一颗人造的莱茵石（rhine stone）。谁都会很容易地看出来我们拥有的公司的确是罕见的珍贵宝石。然而幸运的是，尽管我们只能够拥有这类优秀企业的少数股份，但却相应拥有了一个不断增长的投资组合。

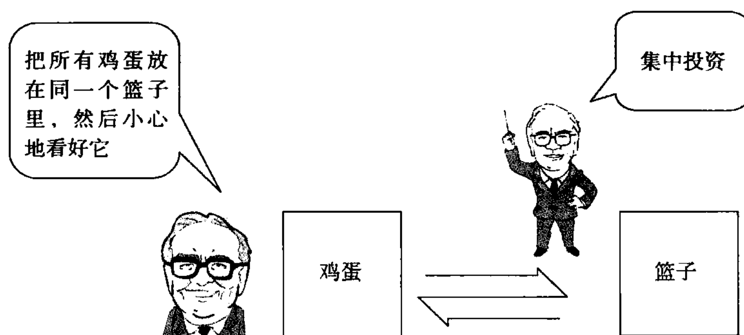


图 2-12 应坚信集中投资的股票

十三、多元化是针对无知的一种保护



多元化主要是针对无知的一种保护。对于知道他们正在做什么的投资者而言，多元化是一件很没有意义的事。

对于普通投资者而言，也许认为集中投资是把风险也集中起来了，但是恰恰相反，这种集中投资的方法可以大大地降低风险，投资者只要在买进这类股票之前，加强对企业的认知以及竞争能力的了解，那么风险就大大降低了，它的成效远远大于你应用的多元化投资策略。

1993 年，巴菲特在致股东的信中说："查理和我在很早之前就明白了一个道理，在一个人的投资活动中，做出上百个小一点的投资决策并不是一件很容易的事，这样的念头随着伯克希尔的资金规模的日益扩大而显得更加的明显。事实上，在投资的世界里，这种想法会很大幅度的对公司的成效有所影响，因此我们对自己的要求只是在少数的情况下够聪明就好了，而不是要每回都非常聪明。我们现在的要求只是出现一次令人满意的投机机会就好了。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上述这段话，表明巴菲特对集中投资的赞同态度。他认为，“多元化主要是针对无知的一种保护。对于知道他们正在做什么的投资者而言，多元化是一件很没有意义的事。”他在解释多元化带来的困难时，引用了百老汇主持人比利·罗斯的一句话：“如果你娶了40个妻子，那么你对她们中的任何一个都无法了解清楚。”“巴菲特不能同时投资50家或70家企业，那属于诺亚方舟式的老式投资法，如果那样的话你最后会像开了一家动物园。巴菲特喜欢把适当的资金分配于少数几家企业。”但少数几只股票将会占组合的很大比重。

巴菲特深感不活跃是理智且聪明的行为。只要能够顺利实施你的投资计划，运用这种投资策略的投资者通常会发现，投资组合的很大比重是由少数几家公司的股票所占据的。这些投资者的投资回报类似于一个人买下一群极具潜力的大学明星篮球队员20%的未来权益，其中有一小部分的球员可能可以进到NBA殿堂打球，那么投资人从他们身上获取的收益很快将会在所有球员收入分成总和中占有绝大部分的比重。要是有人仅仅因为最成功的股票投资在组合中所占比重太大就建议他把那部分最成功的投资卖掉，这就像是有人仅仅因为迈克尔·乔丹对球队来说实在是太重要就建议公牛队把乔丹卖出一样愚蠢。

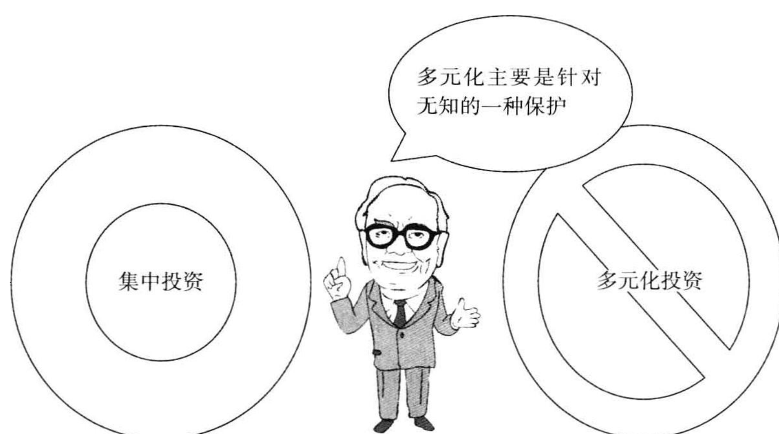


图2-13　多元化投资主要是针对无知的一种保护

十四、80%的投资利润来自20%的股票



选择少数几种可以长期产生高于平均效益的股票，并将你大部分资本集中在这些股票上，无论股市短期跌升，都要坚持持股，稳中求胜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者需要小心谨慎地把资金分配到想要投资的标的，以达到降低风险的目的。正如巴菲特所说，如果一个人一生中被限定只能做出 10 种投资的决策，那么出错的次数一定比较少，因为此时他更会审慎地考虑各项投资再做出决策。于是，少而精的组合绝对是有着非常大的优势的，这也验证了费舍的那句“少就是多”的名言。

巴菲特说:“我不会同时投资 50 或 70 家企业，那是‘诺亚方舟’的传统投资法。我喜欢以适当的资金集中投资于少数优秀企业。”

巴菲特一直将自己的投资方略归纳为集中投资，他只在精选的几只股票上投下资金。“选择少数几种可以长期产生高于平均效益的股票，将你大部分资本集中在这些股票上，无论股市短期跌升，都要坚持持股，稳中求胜”，这表达的就是巴菲特的集中投资思想。可以说，集中投资策略是巴菲特取得巨大成功的主要原因之一。

下面，让我们看看巴菲特的投资组合（如表 2-1 所示）。

表 2-1　巴菲特的投资组合

公司	持股量（股数）	持股比例（%）	市值（美元）
美国运通	151610700	11.8	73.12
可口可乐	200000000	8.2	101.5
吉列	96000000	9.5	35.26
H&R block	14610900	8.2	8.09
HCA	15476500	3.1	6.65
M&T bank	6708760	5.6	6.59
穆迪	24000000	16.1	14.53
中石油	2338961000	1.3	13.4
华盛顿邮报	17277651	8.1	13.67
富国银行	56448380	3.3	33.24
其他	—	—	46.28

尽管这个投资组合的市值高达 400 多亿美元，但是他持有的主要个股却只有 10 家公司。其中美国运通、可口可乐、吉列是巴菲特持有的股票中比较热门的股票，也是巴菲特精选的几只最优秀的股票。巴菲特曾经买入中石油的股票 23 亿多股，据有关资料报道，他已经抛售了相当一部分。

同巴菲特一样，许多价值投资大师都采用集中投资策略，将其大部分资金集中投资在少数几只优秀企业的股票上，正是这少数几只股票为其带来了最多的投资利润。这正好与 80：20 原则吻合：80%的投资利润来自 20%的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

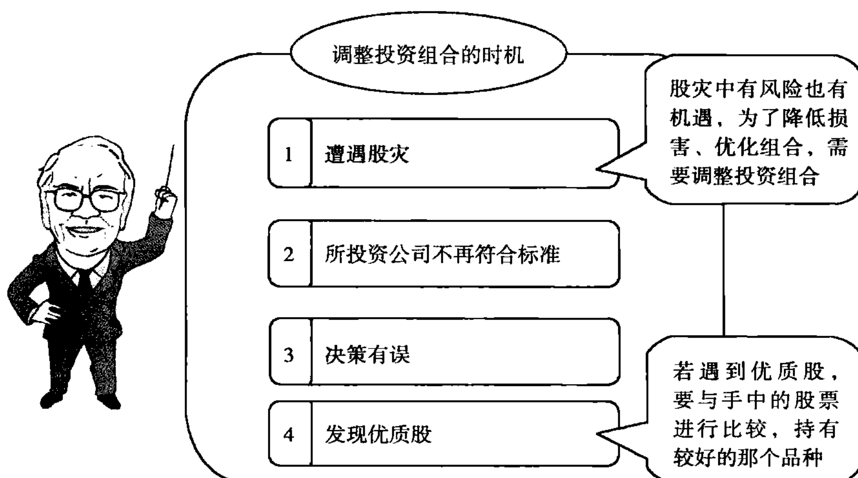


图 2-14 调整投资组合的时机

十五、躺着赚钱，才能使财富暴涨



投资越分散，交易成本越大，战胜市场的概率越小。相反，投资越集中，交易成本越小，战胜市场的概率越大。

投资者在集中投资的过程中，一定要知道集中投资的优势所在。当然，在上面的分析中还没有把交易费用考虑进去。如果考虑交易费用，投资越分散，交易成本越大，那么战胜市场的概率越小。相反，投资越集中，交易成本越小，战胜市场的概率越大。

1991 年，巴菲特在致股东的信里写道："我认为最近几件事显示出了许多躺着赚的有钱人遭到了许多的攻击，因为他们好像没做什么事就使得自己的财富暴涨起来，然而在过去的那些积极活跃的有钱人来说，像那些房地产大亨、企业并购家和石油钻探大亨来说，却只能看着自己的财产一点一滴的缩水。"

在巴菲特眼中，最为优化的投资策略为集中投资，他用他几十年的投资经验也验证了这一点。但这种方式似乎有着异乎寻常的魅力，才可能受到他如此长久的垂爱。它到底有什么其他策略不可比拟的优势？头脑中的疑惑仍需要进一步解决。

1. 优势一：持股越少，风险越小

巴菲特认为，风险和投资者的投资时间有关系。他解释说，如果你今天买下一只股票，希望明天把它卖出去，那么你就步入了风险交易。预测股价在短期内攀升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或下跌的概率就如同预测抛出的硬币的正反面的概率一样，你将会损失一半的机会。如果你把自己的投资时间延长几年，你的交易转变成风险交易的可能性就会大大下降。当然，你购买的必须是优质股。例如，如果你今天早上购买了可口可乐的股票，明天早上把它卖出去，那么它是一笔风险非常大的交易。但是，如果你今天早上购买了可口可乐的股票，然后持有 10 年，这样就把风险降到了零。

很多投资者为了规避投资风险，往往把资金分散在不同的股票上。与投资大师不同的是，他们根本不理解风险的本质，他们不相信赚钱的同时避开风险也是有可能的。更为重要的是，尽管分散化是一种让风险最小化的方法，但它也有一个令人遗憾的副作用，即利润会最小化。

2. 优势二：持股越少，获利越多

由于大多数投资者根据现代投资组合理论选择分散投资策略，采用集中投资的持续竞争优势价值策略就具有一定的竞争优势。正如巴菲特所说："我们宁愿波浪起伏的 15%的回报率，也不要四平八稳的 12%的回报率。"

自从巴菲特 1965 年接手伯克希尔公司后，伯克希尔公司每股净值由当初的 19 美元增长到现在的 50498 美元，年复合成长率约为 22.2%。巴菲特之所以能够在投资领域保持持续的获利，其中最大的原因就在于他在获胜概率最大的股票上集中投入了最多的资金，所以能够 40 多年来持续地战胜市场。

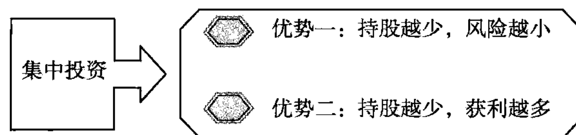


图 2–15 集中投资的两大主要优势

十六、挖掘 5~10 家企业进行长期投资



集中投资于非常了解的优秀公司的股票，投资风险远远小于分散投资于许多根本不太了解的公司的股票。

在我们的投资操作中，"对投资略知一二"的投资者，最好将注意力集中在几家公司上。信奉传统的投资理念，实际上只会增加投资风险，减少收益率。投资者如果能够清楚地了解公司的经济状况，投资于少数几家你最了解，而且价格很合理、利润潜力很大的公司，你将获得更多的投资收益。从目前的投资环境来看，从市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上挖掘 5~10 家具备长期竞争能力的企业进行长期投资，是投资者最佳的投资组合。

巴菲特说："集中投资于非常了解的优秀公司的股票，投资风险远远小于分散投资于许多根本不太了解的公司的股票。"

巴菲特一直以来都坚持将自己的资金集中投资于几家杰出的公司。他强调，如果你对投资略知一二，并能了解企业的经营状况，那么选 5~10 家价格合理且具长期竞争优势的公司就足够了。传统意义上的多元化投资对你就毫无意义了。

到底买多少种股票才算是集中持股？按巴菲特学派的人来说，其答案就是持股最多别超过 15 种。大家都知道，巴菲特是倡导并实践集中投资的领军人物。在 20 世纪 60 年代，当他经营巴菲特合伙公司的时候，就将公司 40%的投资金额（共计 1300 万美元）用于购买美国运通 5%的股票，持有两年之后卖出持股，获得了 2000 万美元的利润。1988~1989 年，巴菲特拿出其麾下的伯克希尔·哈撒韦公司大约 1/4 的资产，总计投资了 10.2 亿美元，购买了可口可乐 7%的股票，成为了他在投资史上的一段佳话。巴菲特认为，只有投资人不了解他们自己在做什么的时候，广泛分散的投资策略才可以得到回报。

对于中小投资者来说，集中投资于一只股票意义更大，资金少于 100 万元的投资者，最好不要搞分散投资。如果投资者账户中只有几万元，但买了 20 只股票，每只股票只买几百股，结果由于太分散，收益明显被亏损消耗。更主要的是，这么多股票，一个普通投资者根本照顾不过来。一个人的精力是有限的，用同样的时间和精力研究 3 家公司和研究 20 家公司，其深度肯定是不一样的。如果投资者介入太多的股票，势必对上市公司一知半解，而且在统计成本、设计组合时都会搞得很复杂。一般的投资者购买 3~4 只股票就完全可以了。在投资时，通过对公司的分析，认为这只股票确实在一定的时期具有投资价值并能够带来较大的投资收益，筹码可以适当向这只股票集中。



图 2-16　选少量股票进行长期投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十七、购买公司而不是买股票



无论是购买 1%的股份还是 10%的股份，都要以“购买整个企业”的标准来衡量这个企业是否值得购买。

巴菲特教会我们：购买股票的时候，不要把太多注意力放在股价的涨跌波动上，而应该多关注股票的内在价值。当股票价格低于其内在价值且在安全边际区域内，这时就是购买的好时机。

1982 年，巴菲特在致股东的信里写道：“虽然我们对于买进股份的方式感到满意，但真正会令我们雀跃的还是以合理的价格 100%地买下一家优良企业。”

虽然巴菲特不能够把自己欣赏的企业 100%买下来，但是他在购买股票的时候，无论是购买 1%的股份还是 10%的股份，他都以“购买整个企业”的标准来衡量这个企业是否值得购买。巴菲特认为，购买股票并不是单纯地看这只股票的价格和最近一段时间的涨跌，而是要以购买整个公司的心态去购买股票。

很多投资者经常根据股票价格来判断股票的好坏。当股票的价格为 3 元时，就认为是一只坏股，疯狂抛出；而当它涨到 23 元时，却认为它是一只好股票，蜂拥买入，其实这是投资的大忌。巴菲特说过，“投资股票很简单。你所需要做的，就是要以低于其内在价值的价格买入，同时确信这家企业拥有最正直和最能干的管理层。然后，永远持有这些股票就可以了。”

巴菲特购买可口可乐就是一个典型的例子。1988 年，可口可乐股票价格暴跌，巴菲特并没有被下跌的价格吓倒。经过仔细分析，他发觉可口可乐是个未来发展前景很好的公司，其内在价值远高于当时的股价。于是巴菲特 1988 年买入可口可乐股票 5.93 亿美元，1989 年大幅增持近 1 倍，总投资增至 10.24 亿美元。1994 年继续增持，总投资达到 13 亿美元，此后持股一直稳定不变。2009 年第二季度末巴菲特持有可口可乐股票市值 100 亿美元，为第一大重仓股，占组合近 20%。2008 年可口可乐稀释每股收益 2.49 美元，每股现金分红 1.52 美元，与巴菲特平均 6.50 美元的买入价格相比，每年投资收益率 38.3%，红利收益率 23.38%。此外，像巴菲特购买的吉列、华盛顿邮报等股票，从购买那天起，巴菲特也一直持有到现在，而且巴菲特说他希望和这些股票“白头偕老”。

在巴菲特看来，我们买入一家公司的股票实质上就是买入了这家公司的部分所有权，而决定股票是否值得投资的是分析这家公司的内在价值和我们为购买这份所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有权而支付的价格。一家优秀的公司不会因为股价的下跌而变得平庸，相反，这是一个让你低成本获得公司所有权的机会。同样的道理，一家平庸的公司也不会因为股价的上涨而变得优秀。我们要想投资成功就要尽可能地去买入那些优秀公司的股票，即使公司的股票短期让你被套牢，但长期终会带给你丰厚的回报。

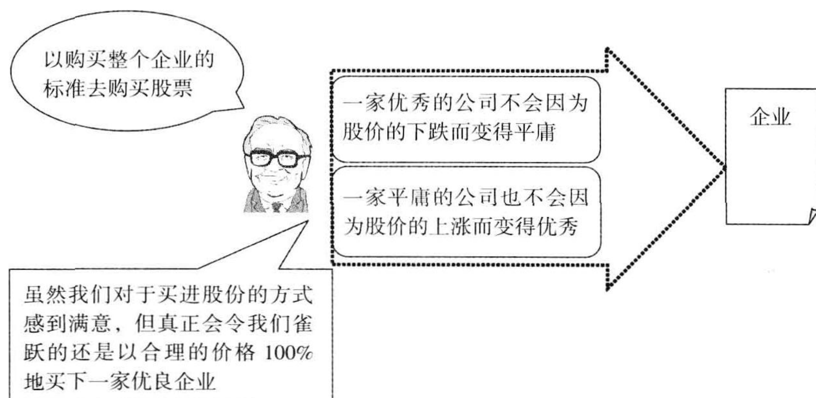


图 2–17 以“购买整个企业”的标准去购买企业的股票

十八、投机没有任何可靠的胜算



投机是不可取的。对个人投资者来说，投机风险太大。

投机行为既浪费时间和精力，又没有任何可靠的胜算，也许选择长期投资更合适。如果你已经选择好长期投资的企业，那么就不必被它短期的价格波动所迷惑，只要多坚持一段时间，你就会发现自己的选择是正确的。

1998 年，巴菲特在佛罗里达大学商学院演讲时说：“我们想看到的是，当你买一个公司，你会乐于永久地持有这个公司。同样的道理，当投资者购买伯克希尔的股票时，我希望他们可以一辈子持有它。我不想说，这是唯一的购买股票的方式，但是我希望是这样的一群人加入伯克希尔。”

股票市场通常具有较高的流动性。很多投资者根据股价上涨或下跌的幅度来买卖股票。但在巴菲特看来，股票是不应该长期流动的。令巴菲特感到庆幸的是，伯克希尔股票应该是全美国流动性最低的，每年大概只有 1%的人会抛掉股票，很难说他们是不是受到了巴菲特的影响。巴菲特以长期投资而闻名世界，只要他认为一家企业具有很强的价值增值能力，就会进行长期投资，即使这些企业的价值增值能力在短期没有得到体现，也不会影响其长期持有的态度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般股市中所说的投资是指买入后持有较长时间的长期投资，投资者看重的是企业的内在价值。通常长期投资者都会选择那些在未来 10 年或 20 年间有较强发展前景的企业，在企业股价因为某些原因被股市低估时买入，然后长期持有。长期投资者一般不太在乎短期的股价波动，更在乎的是股票的未来价值。巴菲特就是长期投资的忠实拥护者。巴菲特主要投资的可口可乐、吉列、华盛顿邮报等股票自从买入后就一直持有至今。巴菲特曾经说过，他希望与他持有的股票“白头偕老”。

其实投机也是投资，指的是利用不对称信息和时机在市场交易中获利的行为，主要指甘于承担风险，在市场上以获取差价收益为目的交易。投机行为将注意力主要放在价格变化上，很少考虑交易品种的实际价值。其手法多为低买高卖、快进快出。

巴菲特认为，投机是不可取的。对个人投资者来说，投机风险太大。由于投机强调的是低买高卖，投资者很容易浪费时间和精力去分析什么经济形势，去看每日股票的涨跌。投资者花的时间越多，就越容易陷入思想的混乱并难以自拔。但在巴菲特看来，股票市场中的短期操作只是一个被投资者操纵的投票机器，而投资者的投资行为又都是非理性的，所以根本没法预测。而股票市场中的长期持股又是一个公平的天平，如果投资者购买的企业有潜力，那么从长期来看，企业价值必然会体现在股票价格上。所以巴菲特认为最好的方法就是以低于企业内在价值的价格买入，同时确信这家企业拥有最诚实能干的管理层。然后，永远持有这些股票就可以了。

我们还以可口可乐公司的股票为例。在这几十年里，可口可乐股票价格每天都在波动。如果今天可口可乐股价是 20 美元，你觉得它明天会涨，就购买了很多股票，可是第二天股价反而下跌了。如果你是做短期投机的，那么你就亏了。股价短期的波动没有任何人能预测到。如果你是长期投资可口可乐股票的，那么一定赚翻了。因为从 1987 年底到 2009 年 8 月 31 日，可口可乐从 3.21 美元上涨到 48.77 美元！



图 2-18 投机没有任何可靠的胜算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十九、要了解公司基本面，而不是所谓的股市风云



在实际的投资中，要尽可能多地了解公司经营状况，考虑公司的赢利模式、经营方针和发展前景。

成功的投资行为取决于对公司基本面的了解，而不是所谓的股市风云。在实际的投资中，要尽可能多地了解公司经营状况，考虑公司的赢利模式、经营方针和发展前景。

1994 年，巴菲特在致股东的信里写道："对于坊间一般投资人士与商业人士相当迷信的对政治与经济的预测，我们仍将持视而不见的态度。在以后的 30 年里，一定还会有一连串令人震惊的事件发生，我们不应该妄想要预测它或是从中获利。如果我们能够像过去那样找到优良的企业，长期而言外在的意外对我们的影响实属有限。"

在巴菲特看来，分析一个企业是否值得投资，主要是考虑企业的三个方面。

1. 该企业是否简单易于了解

巴菲特认为，一项投资行为能够取得成功，这与投资人对自己所投资对象的了解程度有密切关系。这样可以分辨出哪些投资人是以企业发展走势作为选股依据的，哪些投资者只是带着希望一夜暴富的投机心态投资的。

在巴菲特的投资生涯中，他一直拥有许多领域的企业：加油站、农场开垦、纺织、连锁性的大型零售、银行、保险、广告、铝业、水泥、报社、食品、饮料、烟草和电视等。巴菲特无论是拥有企业的控制权，还是只拥有该企业的部分股票，有一点是相同的：巴菲特总是明确地掌握着那些企业的运作状况。巴菲特只在他了解的范围内选择企业，他从不轻易涉足他不擅长的领域。

2. 该企业的经营方针是否足够稳定

巴菲特向来不愿意碰触复杂的企业。对于那些因为面临难题而苦恼或者因为先前经营计划失败而打算彻底改变经营方针的企业，他也敬而远之。巴菲特认为，重大的变革和高额回报率是没有交集的，通常只有那些长期以来都持续提供同样商品和服务的企业才能够拥有较高的回报率。

3. 该企业是否拥有良好的长期发展前景

巴菲特曾经说过，他所喜欢的企业，一定是他所能了解并认定具有持续长久的经济优势的企业。在巴菲特看来，经济市场是由一小群有特许权的团体和一个较大的商品型企业团体所组成的。后者大多数都是不值得投资的，而前者大多数都是可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以投资的。

巴菲特收购美国广播公司的股票，看中的就是该公司良好的发展前景。广播公司和广播网都有高于产业平均值的前景。在很多相同的因素下，它们可以像报纸一样打出很多经济上的商誉。而广播公司的风险主要包括政府的规范、不断更新进步的技术和瞬息万变的广告经费。政府单位有权利拒绝公司广播执照更新的申请，但这种情况很少见。而无限电视网的节目在市场上占据着非常大的份额，不需担心技术和广告经费问题。由此巴菲特断定，美国广播公司具有非常美好的发展前景。

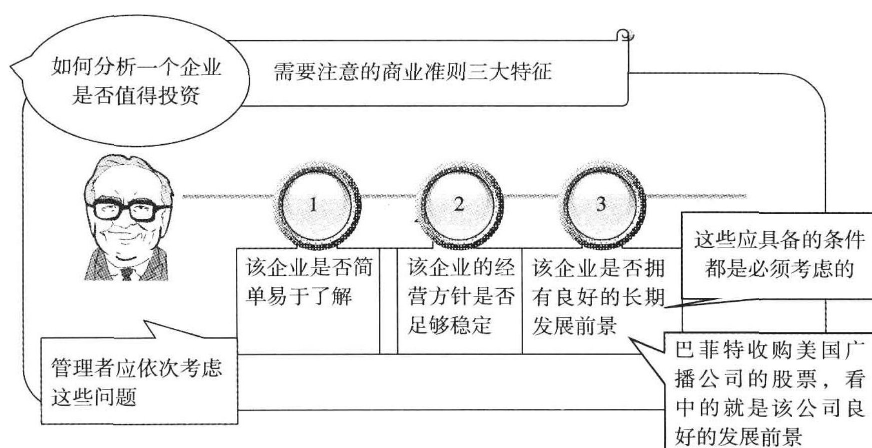


图 2–19　分析企业的投资需考虑三个方面

二十、买了用人不当的企业的股票，等于买了一张准备倒闭关门的门票



只有选择了优秀的企业管理层，才能选到优秀的企业。

在分析投资哪家企业时，一定要认真观察企业管理层的品质。只有选择了优秀的企业管理层，才能选到优秀的企业。

1995 年，巴菲特在致股东的信里写道："零售业的经营相当不易，在我个人的投资生涯中，我看过许多零售业曾经拥有极高的成长率与股东权益报酬率，但是到最后突然间表现急速下滑，很多甚至被迫以倒闭关门收场。比起一般制造业或服务业，这种刹那间的永恒在零售业屡见不鲜。对零售业来说，要是用人不当的话，就等于买了一张准备倒闭关门的门票。"

巴菲特曾经说过，凡是伯克希尔所收购的公司，都必须有值得他赞赏和信赖的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理人员。巴菲特主要考虑管理层的三个方面。

1. *管理层是否理智*

分配公司的资本是最重要的经营行为。因为资本的分配最终将决定股东股权的价值。如何处理公司的盈余？根据巴菲特的观点，转投资或者是分股利给股东是一个牵涉理性与逻辑思考的课题。

巴菲特认为，对于不断增加的过剩现金，如果管理者无法创造平均水准以上的转投资回报率，那么唯一合理而且负责任的做法是将盈余返还给股东。因此，管理者这时候应该提高股利或者买回股票。

如果企业主管积极地投入股市买回自己公司的股票，就表示他们以股东的利益为第一优先，而不是只想草率扩展公司的架构。这样的立场会带给市场利多的信息，并吸引另外一批投资人，他们寻找能够增加股东财富的绩优公司作为投资目标。

2. *管理层对股民是否坦诚*

巴菲特极为看重那些做出完整且翔实报告公司运营状况的管理人员，尤其尊敬那些不会凭借一般公认的会计原则而隐瞒公司营运状况的管理者。他们把成功分享给他人，同时也勇于承认错误，并且永远向股东保持坦诚的态度。

因为财务会计一般只要求以产业类别分类的方式公布商业信息。有一些管理者利用这些最低标准，把公司所有的商业活动都归类为同一个产业类别，借此迷惑投资人，但长此以往，每个人都会受害。

3. *管理层是否能够拒绝机构跟风做法*

一次，巴菲特在对圣母大学学生演讲时，展示了一份列有 37 家投资失败的银行机构名册。他解释说，尽管纽约股票市场的交易量成长了 15 倍，但这些结构还是失败了。这些机构的主管都拥有非常高的智商，而且努力工作，对于成功更是有强烈的欲望。他们为什么会得到这样的结果呢？是因为同业之间不经大脑的仿效行为。

巴菲特认为，就好像旅鼠盲目的行动一样，企业的管理者会自然而然地模仿其他管理人员的行为，而不管那些行为是多么愚蠢，多么违反理性。他承认，以前在学校他一直认为，企业界那些经验丰富的管理者都是诚实而聪明的，而且懂得做出理性的商业决策。但真正踏进了企业界，他才知道，一旦盲从在法人机构中开始发酵，理性通常会大打折扣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 2-20 巴菲特主要考虑管理层的三个方面

二十一、不看重每年的业绩，而更看重 4~5 年的平均业绩



在这个竞争激烈的市场，我们的工作就是挑选出那些有潜力的公司，它们的每一美元保留盈余，都能转化成至少一美元的市值。

在从事投资活动中，不要将每股盈余作为是否投资的指标，而是要重视股东权益收益率、保留盈余等数据。最好再通过各方面渠道多了解一些公司运营状况的新闻。

1979 年，巴菲特在致股东的信里写道："我们不认为应该对每股盈余过于关注，因为虽然 1979 年我们可运用的资金又增加了不少，但运营的业绩反而不如前一年。所以我们判断一家公司经营好坏的主要依据，取决于其股东权益回报率，而非每股盈余的成长与否。"

巴菲特用来评估经营效益的财务手段，都是以典型的巴菲特原理为基础的。巴菲特的财务准则与大多数投资者的不同，因为他自始至终都是站在一个企业家的角度分析，这也是他成功最关键的因素。他看重的不是企业每年的经营业绩，而是企业 4~5 年的平均业绩。因为他觉得企业创造效益的时间，通常不太可能与地球绕太阳一圈的时间正好吻合。巴菲特一直遵循四个财务准则来评估企业价值。

1. 重视股东权益回报率，而不是每股收益

很多股票分析师喜欢通过分析每股盈余来评估企业年度业绩。他们觉得如果今年的每股收益比去年增长了一定的百分比，那么企业今年的经营业绩就达到了令人满意的程度。而巴菲特认为，每股收益就像一个烟幕弹。他认为对公司经营业绩最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根本的衡量标准，是在没有不合理的财务杠杆和会计操纵下取得较高的股东权益回报率。股东权益回报率的重要性在于它可以让我们预估企业盈余再投资的成效。

2. 重视股东收益而非现金流量

巴菲特认为，现金流量并不是度量价值的完美工具。现金流量只适用于那些最初需投入大量资金，随后只有小幅支出的企业。在巴菲特看来，真正的股东盈余没有精确的计算方法，它是指企业的净所得加上折旧、耗损、分期偿还的费用，再减去资本支出以及其他额外所需的营运资本。我们只能粗略估计股东盈余。尽管如此，巴菲特还是觉得宁愿对得迷迷糊糊，也不要错得明明白白。

3. 重视运营成本

在巴菲特的投资经验里，运营成本是非常值得关注的。他很讨厌那些不断增加支出的经营管理者。每当一些公司宣布要进行大量开支削减时，巴菲特总是很无奈地叹息，觉得这些公司还是不明白运营成本对股东的意义。巴菲特觉得真正优秀的企业管理者应该像每天呼吸一样随时削减运营成本。

4. 保留盈余转化率

巴菲特曾经说过：“在这个竞争激烈的市场，我们的工作就是挑选出那些有潜力的公司，它们的每一美元保留盈余，都能转化成至少一美元的市值。”巴菲特觉得，保留盈余就像股价一样，短期波动不随企业价值波动，但长期变化轨迹和企业的实际价值基本吻合，如果企业不能将保留盈余做有效的运用，那么长期下来企业的股票必然在股市中无法有令人满意的成绩。同样的，如果企业能够运用保留盈余创造高于一般水平的回报，那么这种成功也会反映在股市上，推动股价上涨。

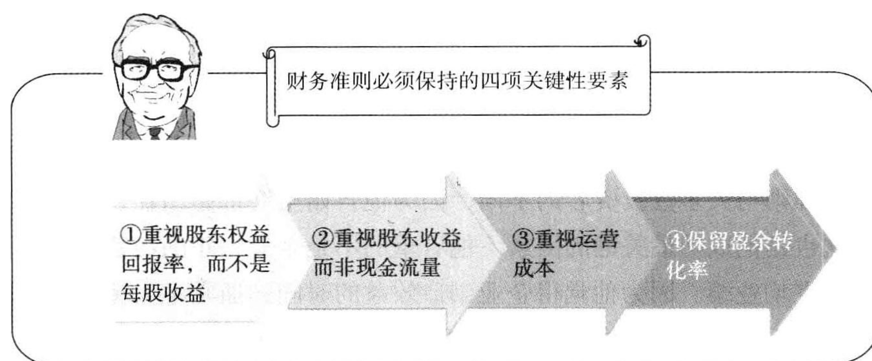


图 2–21　四个财务准则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二十二、评估企业价值，以最合理的价格购买



价值投资哲学并没有什么秘密可言，唯一的核心就是评估企业价值。

选择投资的企业时，要认真分析企业的内在价值，并选择合适的时机购买。在最佳的购买时机还未出现前，请耐心等待。连“股神”巴菲特都需要等可口可乐那么多年，我们有什么好着急的呢?

1997 年，巴菲特在致股东的信里写道：“虽然我们从来不愿尝试去预测股市的动向，不过我们却试着评估其合理价位。记得在去年股东会时，道琼斯指数约为 7071 点，长期公债的利率为 6.89%，查理和我就曾公开表示，如果符合以下两个条件，则股市并未被高估：一是利率维持不变或继续下滑，二是美国企业继续维持现有的高股东权益报酬率。”

价值投资哲学并没有什么秘密可言，唯一的核心就是评估企业价值。巴菲特认为，评估一个企业的价值，就是先预测企业未来几年的现金流量，用一个合适的贴现率进行贴现，可以计算出企业的内在价值，然后再判断目前的股票价格是否在一个适合投资的安全边际区域内。

1. 评估企业价值

巴菲特认为，企业的价值是企业未来存续期间的净现金流之和，并根据合理的利息率折算成的现值。巴菲特说他寻找的企业的未来现金收益必须是可以预测的。如果企业是简单并易于理解的，那么他一定可以计算出企业的未来现金收益。如果他没有信心预测企业的未来现金流，那么他就不会尝试去估算公司的价值。巴菲特曾经说过，微软公司是一家强劲的公司，可是他不知道如何去估算微软的未来现金收益，所以他无法预测该公司的长期收益潜力。

1988 年巴菲特第一次购买可口可乐股票时，可口可乐股票价格是其收益的 15 倍，巴菲特支付了账面价值的 5 倍来购买这家收益率仅为 6.6%的企业的股票。当别人问他可口可乐公司价值何在时，他说价值和价格无关，这是由可口可乐公司未来存续期间可能产生的所有者收益总额，并根据适当的利率折现决定的。果不其然，在接下来的 20 多年里可口可乐股票为巴菲特赚进了巨额利润。

2. 以合理价格购买

巴菲特的投资目标是寻找收益高于一般水平的公司，在其价格低于内在价值时购买公司的股票。格雷厄姆教会了巴菲特只在股票价格与价值间的差额代表安全边

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际时购买。这点很重要，至今仍是巴菲特的投资原则。

从童年开始，巴菲特就一直关注着可口可乐。当年他花了 25 美分从祖父的杂货店里买了 6 杯可乐，从此他就开始观察可口可乐公司的发展，但是他一直没有购买可口可乐股票。直到 1988 年 6 月，可口可乐公司的股价跌到每股约 10 美元时，巴菲特才认为投资的时机到了。巴菲特在接下来 10 个月的时间内以 10.23 亿美元购买了 9340 万股股票。1991 年可口可乐股票就升值到 37.43 亿美元，1997 年底，巴菲特持有可口可乐股票市值上涨到 133 亿美元，10 年赚了 10 倍。仅仅一只股票就为巴菲特赚取了 100 亿美元，这是巴菲特最传奇、最成功的股票投资案例。

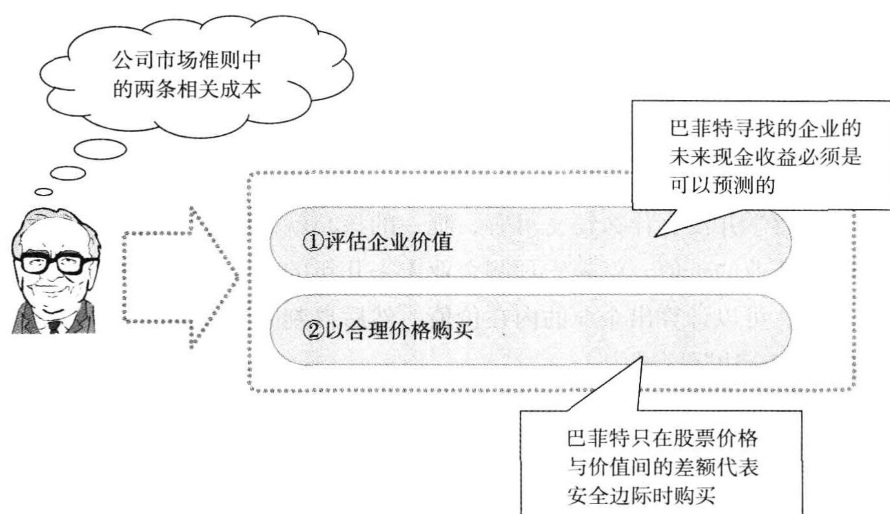


图 2–22　评估企业价值，以最合理的价格购买

二十三、树懒的懒散正代表着我们的投资模式


当你选择了合适的企业后，不要被短期的股价所迷惑。

当你选择了合适的企业后，不要被短期的股价所迷惑。如果你是在一个较低价格购买到优秀企业的股票，那么就不要希望明天就能获得利润，我们应该看远一点，三年、五年、十年之后，回头看看，也许你会发现原来钱是那么轻易赚来的。

1996 年，巴菲特在伯克希尔公司的年度报告里写道："无所作为像明智的行为一样推动着我们……我们和大多数的公司的经理都不会因为预测联邦储备局的折扣利率发生小小的变动，或者因为华尔街某位专家对市场的观点发生变化，就幻想着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对高赢利的下属公司进行疯狂的交易。那为什么我们在优秀的公司中持有少数股份，我们的行动就不一样了呢？”

在巴菲特的投资生涯中，他买入过数十只股票，但其中只有少数股票持有时间较短，大部分持有期限都长达数年甚至几十年，如可口可乐、富国银行、华盛顿邮报、吉列等企业的股票，自买入后巴菲特就一直持有。

巴菲特说：“树懒天生特有的懒散正代表着我们的投资模式：1990 年我们对于 6 只主要持股中的 5 只既没有买入也没有卖出。唯一的例外是富国银行这家拥有超一流的管理、很高的回报率的银行企业，我们将持股比例增加到接近于 10%，这是联邦储备委员会允许的最高持股比例。”这种类似树懒的长期投资方法，不仅为巴菲特带来了以高于平均水平的速率增加资金外，还为巴菲特带来了两个重要的好处。

1. 降低交易成本

我们不妨算一个账，按巴菲特的底线，某只股票持股 8 年，买进卖出手续费是 1.5%。如果在这 8 年中，每个月换股一次，支出 1.5%的费用，一年 12 个月则支出费用 18%，8 年不算复利，静态支出也将达到 144%！不算不知道，一算吓一跳，魔鬼往往存在于细节之中。

在我国，深、沪两个交易所在对交易收取手续费一项中，都设最低收费标准均为 5 元。因此，投资者在日常交易中，要考虑一个交易成本问题。例如，如果某投资者以 4.20 元买入深市某股 100 股，那么手续费为 420×3‰＝1.26（元），加上印花税 420×2‰＝0.84（元），共 1.26＋0.84＝2.10（元），按最低收费标准，不足 5 元按 5 元收取。

由此可见，频繁交易不是什么好事，只会增加交易成本。

2. 增加税后收益

几乎所有的投资者都要缴纳资本利得税，但资本利得税只有在出售股票并且卖出的价格超过你过去买入的价格时才需要缴纳。因此，资本利得税也是交易成本之一。

1989 年，巴菲特在伯克希尔年报中举过这样一个例子：投资者只有 1 美元进行投资，但它每年可以获得 1 倍的收益。如果投资者每年出售投资，付税，然后把净收益再投资，持续这种行为 20 年，那么在 20 年后，总共要缴纳给政府 13000 美元，投资者可以赚到 25250 美元。如果投资者一直持有这项投资 20 年，从来不出售，那么到第 20 年末的时候根据 35%的税率缴纳约 356500 美元的资本利得税之后，还可以获得 692000 美元。不同的交易方式，得到的利润差别如此之大，真令人惊讶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

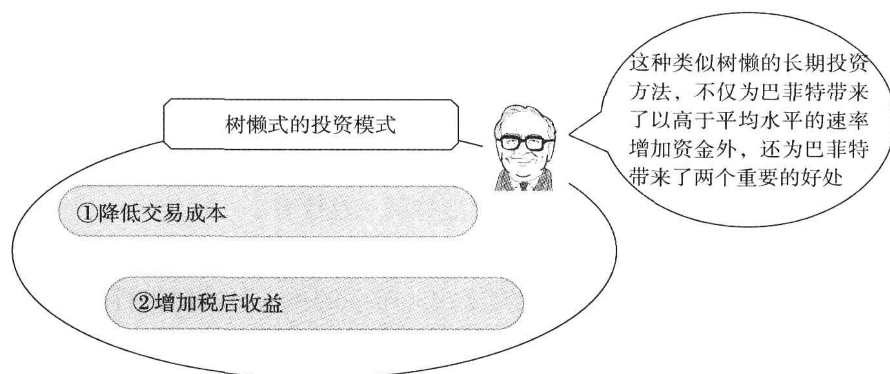


图 2–23 树懒式的投资模式

二十四、把所有的钱投到低成本的指数基金，然后继续努力工作



我会把所有的钱都投资到一个低成本的追踪标准普尔 500 指数的指数基金，然后继续努力工作。

对于投资者而言，对整体经济前景虽有很大信心，并且愿意长期投资，但对任何行业和企业都一无所知的情况下，投资者最好应该进行广泛的分散投资。这类投资人应该分散持有大量不同行业的公司股份，并且进行分期分批购买。比如可以通过定期投资指数基金，这样往往能够决胜市场。

2008 年 5 月，在伯克希尔股东大会上，有人问巴菲特，如果现在他 30 来岁，在没有什么经济来源，只能靠一份全日制的工作来谋生的情况下，并且没有时间去分析投资，但是有足够的储蓄去维持一年半的生活开支，那么要攒的第一个 100 万应该怎么投资并且应该有什么样的投资资产种类和配置比例？巴菲特做出了这样的回答："我会把所有的钱都投资到一个低成本的追踪标准普尔 500 指数的指数基金，然后继续努力工作。"

1996 年，巴菲特在致股东的信中就说过："大部分投资者，包括机构投资者和个人投资者，早晚会发现，最好的投资股票方法是购买管理费很低的指数基金。"

对于指数基金投资，巴菲特有三个具体操作建议：

1. 选择成本更低的指数基金

和那些由基金经理进行主动选股构建投资组合的共同基金不同，指数基金被动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

追踪股票指数，基本上投资于大部分甚至所有股票，目标就是为了实现相当于市场平均水平的收益率，不用研究选股，因此，管理成本明显低于那些主动型共同基金。指数基金的管理费越低，成本优势越大，净收益率越高。但是，假如基金投资者的投资每年要被管理费等吃掉 2%，那么你的投资收益率要赶上或者超过指数型基金将会十分困难。中小投资者更需要安静地坐下来，通过持有指数基金轻松进行投资，时间过得越久，自然积累的财富就会越多。

2. 长期投资指数基金

个人投资者在把握股市波动时机方面的历史记录很差，他们过于热衷于跟踪股价最新涨跌，结果反而更容易在错误的时机进出，造成经常性的高买低卖。在选择买卖指数基金时，投资人需要记住的一点是，过于兴奋与过高成本都是大忌。投资者需要果断的判断和坚强的意志。

2008 年，巴菲特用 100 万美元打赌：长期投资一只标准普尔 500 指数基金未来 10 年内的收益将会“跑赢”普罗蒂杰公司精心选择的 5 只对冲基金。他的理论依据就是，在 20 世纪的时候美国的经济保持持续增长的速度为 128 倍，道琼斯工业指数从 66 点上升到 11497 点，上涨 173 倍。即使是过去 44 年中，标准普尔 500 指数在 75%的年份都是上涨的。

3. 定期投资指数基金

对个人投资者而言，最佳的投资选择就是买入一只低成本的指数基金，并在一段时间里持续定期买入。这样你将会买入一个非常好的投资品种，事实上，你买入一只指数基金就相当于同时买入了所有的行业。假如，你坚持长期持续定期买入指数基金，你可能不会买在最低点，但你同样也不会买在最高点。

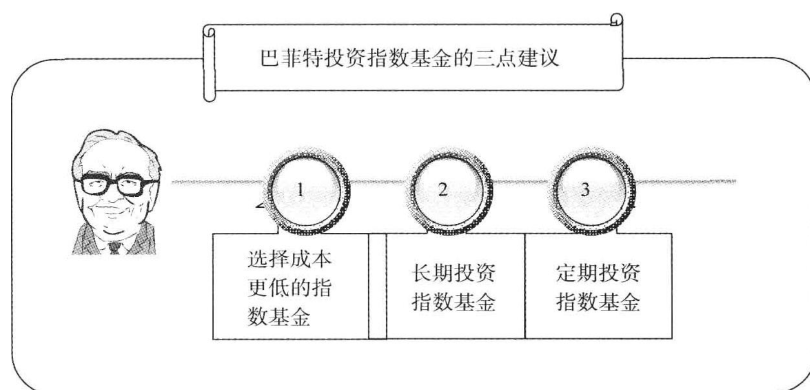


图 2-24 巴菲特投资指数基金的三点建议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

金钱只为懂得它的人服务

——巴菲特教你如何读财报

一、不需要管理就能挣很多钱的行业，才是我想投资的



只有对企业财务状况有了清晰的认识，才能够抓住该企业的核心价值，也才能对该企业的股价有个准确的评估并做出正确的判断。

对于投资者而言，投资的首要任务就是要建立起自己的财务模型，你对所选的企业的财务状况必须要有自己的评估，自己建立的财务模型也必须健全和可持续发展。只有对企业财务状况有了清晰的认识，才能够抓住该企业的核心价值，也才能对该企业的股价有个准确的评估并做出正确的判断。

巴菲特说："我喜欢的就是那种根本不需要怎么管理就能挣很多钱的行业，它们才是我想投资的。"

投资者绝对不要投资那些财务报表让人看不懂的企业。一般说来，一个企业的财务状况可从三方面判断，从而决定该企业是否值得投资。

1. 股东权益报酬率

股东权益报酬率是评价和衡量一家企业或公司管理获利能力的最重要指标。股东权益报酬率的重要性在于，它可以帮我们预估企业盈余再投资的成效。股东权益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报酬率高的企业，不但可以提供高于一般股票或债券 1 倍的收益，也可以经由再投资，让你有机会得到源源不绝的 20%的报酬。最理想的企业能以这样的增值速度，长期把所有盈余都再投资，使你原本的投资以 20%的复利增值。

评价一家公司是否具有有发展潜力，是否能够在较长一段时期内给投资者以丰厚的回报，最肯定的做法就是立足于股东权益回报率，也就是立足于现有资本投入，这是最为有效的评价手段和途径。

2. 股东收益

一般说来，公司年度财务报表上的每股收益只是判断企业内在价值的起点，而非终点。股东收益才是判断公司内在价值的最终指标。

所谓股东收益，即公司的税后利润加上折旧、摊提等非现金费用，然后减去资本性支出费用以及可能需要增加的公司运作的资金量。股东收益并不能为价值分析提供所要求的精确值，因为未来资本性支出需要经常评估。巴菲特认为，这个方法在数学上并不精确，原因很简单，计算未来现金支出经常需要严格的估算。

现金流量根本无法反映公司的内在价值，股东收益则对公司所发生的可能影响公司获利能力的所有经济事实进行了较为周密的考虑。所以，我们在选择投资标的时，千万不要忽视了股东收益这一决定内在价值的指标。

3. 寻求高利润率的公司

一般来说，能以低成本但高利润运营的公司，利润率越高，股东的获利也就越高。所以，寻找高利润率的公司通常是投资者所向往的，一旦找到了高利润率的公司就意味着找到了高额利润。也就是说，这种高利润率公司意味着股东权益报酬率高。

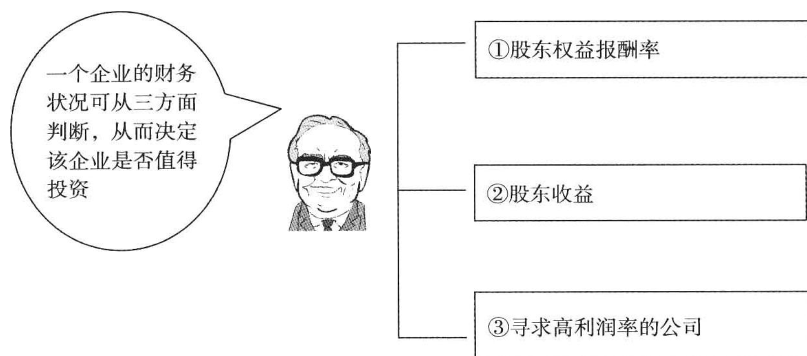


图 3–1　从三方面判断企业的财务状况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、管理当局在吃软柿子时，厨房里绝对不可能只有一只蟑螂



那些习惯保证能够达到数字目标的人，总有一天会被迫去假造数字。

“给投资人两个衷心的建议：

（1）特别要注意会计账务有问题的公司，如果一家公司迟迟不肯将选择权的成本列为费用，或者对于其退休金精算的假设过于乐观，千万要小心。

当管理当局在人前选择比较软的柿子吃，那么在人后很有可能也是如此，厨房里绝对不可能只有一只蟑螂。

大力鼓吹扣除利息税负及折旧摊销前盈余（EBITDA）的观念，更是一项危险的举动。这意思好像说折旧根本就不是费用的一种，因为它并不影响到现金的流出，这根本就是一派胡言。折旧确实是一项很不起眼的费用，因为它的现金支出是在取得的资产还未发挥效益之前就预先支付的。然而，现在假设你在年初就预先支付公司员工未来 10 年的薪资报酬（就好像是支付现金购买一项耐用年限达 10 年之久的固定资产一样），那么在接下来的 9 年之间，所有的薪资报酬都将变成一项没有现金支出的费用，会计上系作为预付费用的减项。在这种状况下，不知道还有没有人敢说，后 9 年所记录的费用只不过是会计上的形式而已呢？

（2）复杂难懂的财务报表附注揭露，通常都暗示着管理当局不值得信赖。如果你根本就看不懂附注揭露或管理当局的说明解释，这通常代表管理当局压根就不想让你搞懂。安隆在某些交易的过程说明，到现在还让我相当困惑。最后要特别小心那些习惯夸大盈余预测及成长预期的公司，企业很少能够在一帆风顺、毫无意外的环境下经营，所以盈余也很难按照当初预计般稳定地成长（那只有券商提供的公开说明书才看得到）。

目前查理和我不仅不清楚明年我们旗下事业到底能够赚多少钱，我们甚至不知道下一季的数字，所以我们相当怀疑那些常常声称知道未来会如何如何的人。如果他们真的每次都能达到盈余目标，我们反而更怀疑这其中有鬼，那些习惯保证能够达到数字目标的人，总有一天会被迫去假造数字。”

——2002 年巴菲特致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

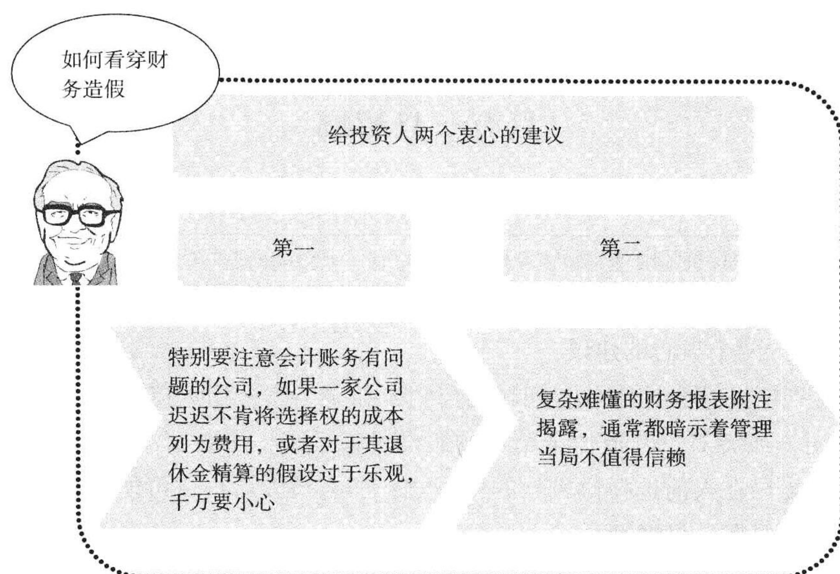


图 3-2　巴菲特给投资人的两个衷心建议

三、再有良知的保险公司都无法准确预测保险的最终成本



大家应该对保险公司的盈余数字时时保持怀疑的态度，许多显赫一时的保险公司报告给了股东亮丽的盈余数字，最后证明只不过是一场空。

“大家应该对保险公司的盈余数字时时保持怀疑的态度（当然也包含我们公司本身，事实证明确是如此）。过去 10 年来的记录显示，有许多显赫一时的保险公司报告给了股东亮丽的盈余数字，最后证明只不过是一场空。在大部分的情况下，这种错误是无心的。我们诡谲多变的司法制度，使得就算是最有良知的保险公司都无法准确预测这类长期保险的最终成本。

但奇怪的是，会计师每年就是有办法为就这些管理阶层给的数字背书，并出具无保留的意见表示这些数字允当表达该公司，也就是他们的客户的财务状况。而事实上他们自己深知，过去惨痛的经验告诉他们，这些经过验证的数字与最后可能结算出来的可能会有天壤之别，但却还是仍然使用这种坚定的语言。而从另一方面来说，就算是历史殷鉴在前，投资人却还是相当仰赖会计师的意见。对于会计门外汉来说，他根本就不懂得‘该财务报表允当表达’所代表的真正含意是什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计师标准无保留意见查核报告的遣词用语在明年将有重大改变，新的用语有相当的改进，但还是很难充分说明产物意外险公司在查核时所受到的限制。如果一个人想要描述一件事情的真相，我们认为，给产物意外险公司股东的标准无保留意见报告中应这样写：‘我们仰赖管理当局提供的损失准备与损失费用来调整产生财务报表，而这些估计数字事实上影响公司盈余与财务状况甚巨。受限于损失准备的提列先天信息的不足与我们必须提出的意见，我们完全无法对这些数字的正确性表达看法，等等。

假若有人对这种完全不正确的财务报表提出诉讼官司（事实上就有），会计师一定会在法庭上做类似的辩解。那么他们为什么不一开始就坦白地说明他们真实的角色与所受的限制呢？

我们想要强调的是，我们并不是怪罪会计师没有办法准确地评估损失准备（当然这会影响到最后的盈余数字），我们无法原谅的是，他们没有公开地承认做不到这一点。

从各种不同的角度来看，这种不断在提列损失准备时所犯的无心错误，往往也伴随着许多故意的过失。许多骗徒就是看准会计师没有能力评估这些数字，同时又愿意配合为这些数字背书，假装好像他们真的有这个能力，靠着这种方式来欺骗投资大众赚大钱。在往后的日子我们仍将看到这样的骗局持续上演，只要大笔一挥，盈余便可凭空生出。前述我们建议的查核报告措词，至少可以让无知的投资人提高警觉避免遭到这些掠食者的坑杀。”

——1987 年巴菲特致股东的信



图 3–3　无法准确预测保险的最终成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、预测本身能够让你更了解预测者



对股票或债券价格所做的短期预测根本是没有用的，预测本身能够让你更了解预测者，但对于了解未来却是一点帮助也没有。

“保险产业的情况持续依我们先前所预期的那样发展着，综合成本率从 1979 年的 100.6 升高到 1980 年估计的 103.5。可预期的是，未来的 1981~1982 年这个趋势将继续持续下去，业界的承保损失将向上攀升。想要了解个中原因，我建议你读读丘博公司的年报，关于对产险业竞争态势所作精辟的分析，虽然报告不见得令人振奋，但绝对中肯。不幸的是，保险业的阵痛将持续，事情的起因在于债券价格下跌，而会计原则允许保险业以摊销成本，而非市价列示其账面价值，结果导致许多业者以摊销成本的记录的长期债券投资金额，达到其所持有净值的二三倍之多，所以只要债券价格下跌超过 1/3，便很有可能把公司的净值吃光，其中包括好几家知名的大公司在内。当然债券价格也有会回升，使得其净值回复，但同时却也有可能继续下跌（我们深信对股票或债券价格所作的短期预测根本是没有用的，预测本身能够让你更了解预测者，但对于了解未来却是一点帮助也没有……）。

有点吊诡的是，若持有的股票投资组合下跌，则有可能会影响到保险业的生存；但若换作是债券价格下跌，却是一点事都没有。保险业者所持的理由可能是，不管现在的市价是多少，反正只要到期日前不卖出，便能按照票面赎回，所以短期价格波动无太大影响。但真正的情况却是，保险业者很可能为避免认列损失，因此不敢出售债券而错失其他更好的投资机会。

更严重的是，由于保险公司资金主要是来自保户所缴的保费，由于产险的投保期间较短，一旦保户规模缩减、资金流动不足时，将被迫出售部分债券使得损失浮上台面。更惨的是，有些公司采取出售较有价值的股票，或是不管保费水准有多低，照单全收以维持现有保费收入水准。这两种做法无疑是杀鸡取卵，对于公司与产业长远的发展，皆会产生重大的伤害。相对来说，伯克希尔所属的保险事业，财务操作明显地较为稳当，债券部位相对较低（虽然资产与负债到期日仍不相称）。充足的资金与弹性的投资操作，使得我们同样面对不当定价的恶性竞争环境时，仍能生存下去。”

——1980 年巴菲特致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

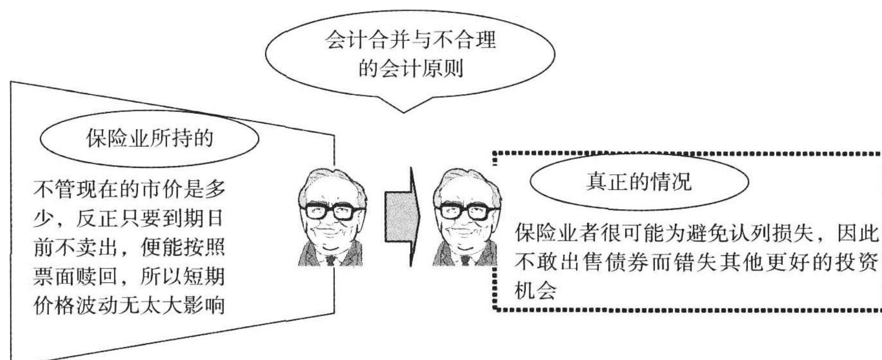


图 3–4 会计合并与不合理的会计原则

五、只有毛利率高的企业才有可能拥有高的净利润



在考察一个公司是否具有持续竞争优势时，毛利润和毛利率是两个关键的指标。

企业的毛利润是企业的运营收入之根本。只有毛利率高的企业才有可能拥有高的净利润。投资者在观察企业是否持续竞争优势时，可以参考企业的毛利率。

毛利润/总收入＝毛利率

1999 年，巴菲特在为《财富》杂志的撰文中指出：“根据去年的财报，全国最大的家具零售商 Levitz 自夸其产品价格比当地所有传统家具店便宜很多，该公司的毛利率高达 44.4%，也就是说消费者每付 100 美元所买的商品，公司的成本只要 55.6 美元。而内布拉斯加家具店的毛利润只有前者的一半。”

显然巴菲特认为，在考察一个公司是否具有持续竞争优势时，毛利润和毛利率是两个关键的指标。

毛利润是指总收入减去产品所消耗的原材料成本和制造产品所需要的其他成本而得到的收益。它不包括销售费用和一般管理费用、折旧费用和利息支出等。例如一件产品的售价为 50 元，原材料成本和制造产品的成本总和为 30 元，则该产品的毛利润为 20 元。毛利率指的是毛利与营业收入的百分比，用公式表示为：

毛利率＝毛利/营业收入×100%

巴菲特认为，毛利率在一定程度上可以反映企业的持续竞争优势。如果企业具有持续的竞争优势，其毛利益就处在较高的水平。如果企业缺乏持续竞争优势，其毛利率就处于较低的水平。

如果企业具有持续的竞争优势，企业就可以对其产品或服务自由定价，让售价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远远高于其产品或服务本身的成本，就能够获得较高的毛利率。例如，可口可乐公司的毛利率为60%左右，箭牌公司的毛利率为51%，债券评级公司的毛利率为73%，柏灵顿北方圣太菲铁路运输公司的毛利率为61%。

如果企业缺乏持续竞争的优势，企业就只能够根据产品或服务的成本来定价，赚取微薄的利润。如果同行采取降价策略，企业也必须跟着降价，这样才能够保持市场份额，但毛利率就更低了。很多缺乏持续竞争优势的企业的毛利率都很低。例如通用汽车制造公司的毛利率为21%，美国航空公司的毛利率为14%，美国钢铁公司的毛利率为17%，固特异轮胎公司的毛利率为20%左右。

巴菲特认为，如果一个公司的毛利率在40%以上，那么该公司大都具有某种持续竞争优势。如果一个公司的毛利率在40%以下，那么该公司大都处于高度竞争的行业。如果某一个行业的平均毛利率低于20%，那么该行业一定存在着过度竞争。例如，航空业、汽车业、轮胎业都是过度竞争的行业。

毛利率指标检验并非万无一失，它只是一个早期检验指标，一些陷入困境的公司也可能具备持久竞争优势。因此，巴菲特特别强调"持久性"这个词，出于稳妥考虑，我们应该查找公司在过去10年的年毛利率，以确保其具有"持续性"。巴菲特知道在寻找稳定竞争优势的公司时，必须注意持续性这一前提。

毛利率较高的公司也有可能会误入歧途，并且丧失其长期竞争优势，首先过高的研究费用，其次是过高的销售和管理费用，最后是过高的债务利息支出。这三种费用中的任何一种如果过高，都有可能削弱企业的长期经济原动力。很多高毛利率的企业，将大量的毛利润投入在研发、销售和一般管理上，使得净利润减少很多。另外，有些企业的高额利息支出也吞噬了一部分毛利润。

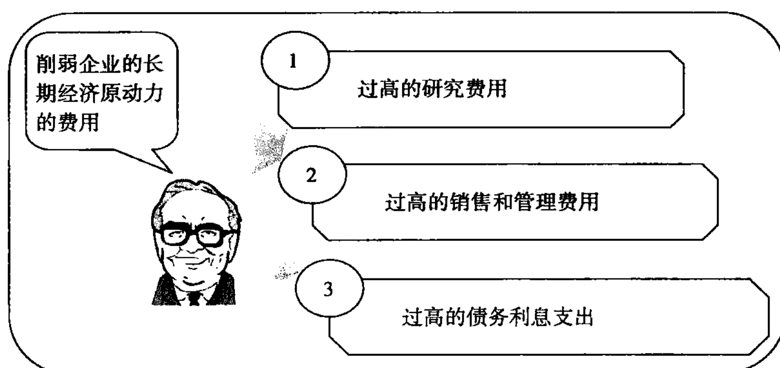


图 3-5 削弱企业的长期经济原动力的费用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、营业费用直接影响企业的长期经营业绩



企业在运营的过程中都会产生营业费用。营业费用的多少直接影响着企业的长期经营业绩。

营业费用的多少直接影响着企业的经营效益。营业费用越低，企业面临的风险越小。营业费用越低，企业获利的机会越大。所以我们要选择营业费用低的企业作为我们投资的对象。

表 3-1 损益表

单位：百万美元

	毛利润	7000
→营业费用	销售费用及一般管理费用	2100
	研发费	1000
	折旧费	700
	营业利润	3200

1989 年，巴菲特在致股东的信中说："如果你没有到过那里，你一定无法想象有珠宝店像波珊那样，销量非常大，在那里你可以看到各式各样、各种价格的珠宝，而它的营业费用开销大概只有一般同类型珠宝店的 1/3。对于费用的严格控制，加上优异的采购能力，使得它所销售的珠宝比其他珠宝店价格便宜很多，而便宜的价格又总能吸引更多的顾客上门，良性循环的结果使得该店在旺季，单日人流量高达 4000 人。"

巴菲特认为，企业在运营的过程中都会产生营业费用，营业费用的多少直接影响企业的长期经营业绩。

营业费用是指企业在销售商品过程中产生的各项费用以及为销售本企业商品而专设的销售机构（含销售网点、售后服务网点等）的经营费用。商品流通企业在购买商品过程中发生的进货费用也包括在营业费用之中。营业费用一般包括五个方面：

（1）产品自销费用：包装费、运输费、装卸费、保险费。

（2）产品促销费用，即为了扩大本企业商品的销售而发生的促销费用：展览费、广告费、经营租赁费（为扩大销售而租用的柜台、设备等的费用，不包括融资租赁费）、销售服务费用（提供售后服务等的费用）。

（3）销售部门的费用：一般指为销售本企业商品而专设的销售机构（含销售网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点、售后服务网点等）的职工工资及福利费、类似工资性质的费用、业务费等经营费用。但企业内部销售部门属于行政管理部门所发生的经费开支不包括在营业费用中，而是列入管理费用。

（4）委托代销费用：主要指企业委托其他单位代销，按代销合同规定支付的委托代销手续费。

（5）商品流通企业的进货费用：指商品流通企业在进货过程中发生的运输费、装卸费、包装费、保险费、运输途中的合理损耗和入库前的挑选整理费等。

营业费用过高，很大程度上就会影响企业的整体效益。例如，2005年江中药业的主营业务收入9.8亿元，毛利润为6.3亿元，毛利率高达64.58%。按理说这样的毛利率相当高，企业的整体效益应该很好。但是由于投入了大量资金在电视广告和渠道建设上，江中药业的营业费用高达4.1亿元，占到毛利润的65%。一旦销售业绩下滑，江中药业很有可能就会负担不了这么高的营业费用，出现资金缺口。从这一点看，江中未来的发展前景很有可能受制于营业费用过高的风险。

营业费用低的企业，就会得到比较好的经营业绩。巴菲特投资的波珊珠宝公司就是一个例子。波珊珠宝公司的珠宝品种齐全，数量又多，但是其营业费用却只是其他同行珠宝店的1/3。由于其营业费用低，波珊珠宝公司就可以把这部分节省下来的费用让利给顾客，使得波珊珠宝比其他同行便宜很多，大大吸引了顾客的目光。

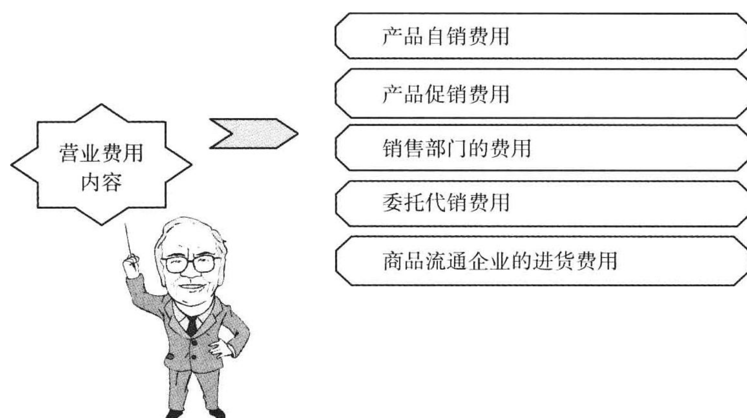


图 3–6 营业费用的五个方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

七、伟大的企业必须懂得严格控制费用



一个真正伟大的企业，其销售费用和一般管理费用都是非常少的。只有懂得严格控制销售费用和一般管理费用的企业，才能在激烈的市场竞争中出类拔萃。

在公司的运营过程中，销售费用和一般管理费用不容轻视。投资者一定要远离那些总是需要高额销售费用和一般管理费用的公司，努力寻找具有低销售费用和一般管理费用的公司。一般来说，这类费用所占的比例越低，公司的投资回报率就会越高。

1983 年，巴菲特在致股东的信中说："我们面临的另一个问题，可看到的是我们实际售出的糖果磅数停滞不前，其实这也是这个行业普遍遇到的困难，只是过去我们的表现明显胜于同行，现在却一样凄惨。过去四年来我们平均每家分店卖出的糖果数事实上无多大变化，尽管分店数有所增加，但销售费用同样增加。"

巴菲特认为，一个真正伟大的企业，其销售费用和一般管理费用都是非常少的。只有懂得严格控制销售费用和一般管理费用的企业，才能在激烈的市场竞争中脱颖而出。

所谓销售费用，是指企业在销售产品、自制半成品和提供劳务等过程中发生的费用，包括由企业负担的包装费、运输费、广告费、装卸费、保险费、委托代销手续费、展览费、租赁费（不含融资租赁费）和销售服务费、销售部门人员工资、职工福利费、差旅费、办公费、折旧费、修理费、物料消耗、低值易耗品摊销以及其他经费等。所谓一般管理费用包括管理人员薪金、广告费用、差旅费、诉讼费、佣金等。

对于销售费用和一般管理费用这类费用，有人觉得没有多少，不必太计较。其实不然。像可口可乐这样的大公司，这类费用每年都高达数十亿美元，它们对整个公司的运营影响非常大。另外，不同的行业不同的公司所占的比例也不尽相同。可口可乐公司每年的销售费用和一般管理费用占当年毛利润的比例几乎一直保持在 59%，宝洁公司这项比例大约为 61%，而穆迪公司的这项比例仅为 25%。

巴菲特认为，公司的销售费用及一般管理费用越少越好。尤其在利润下滑时期，更需要好好控制这类费用，要不然公司可能就会有倒闭或破产的危险。福特公司最近 5 年内每年花在销售和一般管理上的费用占到当期毛利润的比例在 89%~780%，这是一个多么庞大的比例啊！虽然当期福特公司利润下滑，毛利润变少也是一方面原因，但是在销售额变少的情况下还能保持这么高的费用比例，充分说明福特公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理机构和销售方式不太合理。如果福特公司就这么继续下去，而不努力减少这类费用的话，公司的利润就会慢慢被吞噬，福特公司就会一直亏损，直至破产或倒闭。

巴菲特在寻找投资的公司时，他都会挑选销售费用和一般管理费用比较低的公司。在巴菲特看来，如果一家公司能够将销售费用和一般管理费用的比例控制在30%以下，那么这个公司就值得投资。巴菲特收购的波珊珠宝公司和内布拉斯加家具店都是销售费用和一般管理费用非常低的公司。但这样的公司毕竟是少数，很多具有持续竞争优势的公司其比例也在 30%~80%。此外，如果一家公司这类费用的比例超过 80%，那么投资者几乎就可以不用考虑投资这个企业了。如果某一个行业这类费用的平均比例超过 80%，那么投资者几乎可以放弃这一个行业了。确实有些行业是这样的，如航空业。

巴菲特知道，即使是销售费用及一般管理花费保持较低水平的公司，它的长期经营前景也可能被其高昂的研发费用、高资本开支和大量债务所破坏。无论股票价格如何，他都对这类公司避而远之，因为他知道，它们的内在长期经济实力如此脆弱，即使股价较低，也不能使投资者扭转终生平庸的结局。

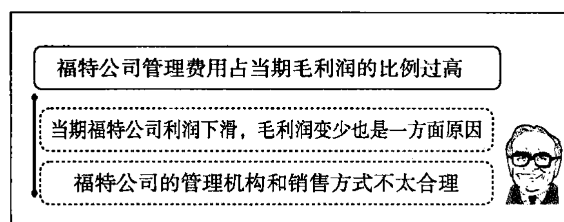


图 3-7　福特公司费用的情况

八、只有合理的资金分配才能使股票的内在价值倍增



只有通过合理的资金分配才能使股票的内在价值年增长速率在不低于美国企业的平均水平下尽可能越来越大。

在挑选投资的股票时，我们要注意观察企业的盈余资金流向。不同的企业管理层有不同的资金分配方式。运用巴菲特的资金分配法则来衡量下你所选择的企业的资金分配是否合理。

1983 年，巴菲特在致股东的信里写道："我们非常希望可以通过直接拥有会产生现金且具有稳定的高投资报酬率的各种公司来达到上述目标。如果做不到，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只好退而求其次，让我们的保险子公司在公开市场并购这种公司或者买进这种公司的部分股权。保险公司为此付出的股票价格和投资机会所需要的资金，将会决定伯克希尔年度资金的配置。”

巴菲特这里所提到的目标，指的是股票的内在价值年增长速率在不低于美国企业的平均水平下尽可能越来越大。而要实现这个目标，在巴菲特看来，只有通过合理的资金分配才能达到。

如何分配公司的资金，这与公司所处的生命周期密切相关。在公司发展初期，由于公司要设计和生产新产品以及开拓产品市场需要大量资金，所以产生的赢利自然会被继续投入公司运营中。当公司到了快速增长阶段（一般来说公司很难完全靠赢利的资金来支撑这种快速增长），大多数公司都会通过发行证券或者借贷资金来弥补资金缺口，这时候也就不存在资金分配问题。当企业进入成熟期，公司的增长速度变慢，公司赢利资金收入将会高于其运营和发展所需的资金。这时候如何分配资金就是一个难题。

面对这个难题，公司管理层有三种选择：①继续把这些过剩的资金全部用于内部再投资；②把这些剩余资金投资于其他公司；③把这些剩余资金以股利形式返还给股东。

巴菲特认为，如果公司把这些资金用于内部的再投资，则可以获得高于一般水平的证券回报，那么这时候最明智的选择就是把所有利润全部用来进行再投资；相反，如果再投资的投资报酬率低于一般水平，那么这时候再进行再投资实际上就是不合算的。如果公司管理层不重视这个现实，还一意孤行地进行内部再投资，用不了多久，公司的资金就会变成无用的废纸，公司股价就会下跌。通俗地说，这样的投资越多，效益反而会越来越差。

很多公司经理人选择第二种投资方式：投资其他公司。这种投资行为通常就是收购其他公司。但巴菲特认为，这种收购交易大多是以过高的价格达成的，不是很划算。而且在公司整合的过程中还会出现很多意想不到的问题，也容易做出错误的决策，这样付出的代价有些太大了。

巴菲特觉得，这时候最好的资金分配方式就是把利润返还给股东。这里有两种方式：①提高股息，多分红；②回购股票。巴菲特最赞同回购公司股票这种形式。1980 年，巴菲特在致股东信中说，他完全赞同政府雇员保险公司经营管理层把当年 1700 万美元利润用来回购股票，正是他们的回购行为，使得该公司流通在外的股份从 3400 万股减少到 2100 万股，总股本的减少变相增加了原有股东的权益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

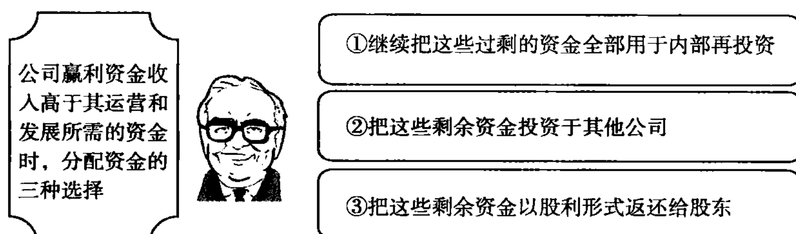


图 3-8 企业进入成熟期后，分配资金的三种选择

九、一个伟大的国家也需要充沛的自由现金流



美国每天都向世界上的其他国家输出大约 20 亿美元。

一个国家想要保持自己的坚挺势头，就要像企业一样产生源源不断的自由现金流。作为普通投资者的我们，自然无法控制国家货币价值走向，但我们可以像巴菲特一样，利用国家货币的升值或贬值，为自己寻找更多的投资机会。

2007 年，巴菲特在致股东的信里写道："最近一段时间很多人都在讨论主权财富基金，讨论它们如何大量购买美国公司的股份。其实这并不是外国政府的什么阴谋，而是我们美国自己造成的。事实上，我们贸易平衡很大程度上依赖着在美国的巨额外国投资。既然我们每天都把 20 亿美元强加给其他国家，那么他们必然要在这里做点什么。既然如此，我们又何必抱怨他们选择股票而不是债券呢。"

所谓主权财富，是一种由政府控制支配的、以外币形式持有的公共财富。与私人财富相反，它指的是国家政府通过一定的税收与预算分配渠道，以及可再生自然资源收入和国际收支盈余等方式，逐步积累而形成的财富。主权财富基金就是由国家专门设立的一个管理主权财富的独立机构。该机构通常独立于中央银行和财政部。毋庸置疑，它代表的是国家政府理财方式。在巴菲特的眼里，一个伟大的企业需要充沛的自由现金流，一个伟大的国家同样也需要充沛的自由现金流。

为什么主权财富购买美国股票的行为是美国自己造成的呢？巴菲特认为，这主要是价格原因，美国人对其他国家的产品的热爱程度，已经超过了对美国本土的产品的热爱程度。这导致的直接后果就是美国每天都向世界上的其他国家输出大约 20 亿美元。时间久了，流通在国外的美元越来越多，美国的自由现金流就越来越少了。从而相对于世界其他货币来说，美元就越来越贬值了。当然了，什么事情都有两面性。美元一旦贬值，又会降低美国产品的价格，这样相对来说其他国家的产品价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就显得比较高了，于是又有人开始购买美国的产品，从而间接地缓解美国的贸易赤字。总的来说，一方面，美国人大量购买其他国家的廉价产品使得美元大幅度贬值；另一方面，美元大幅度贬值又会降低美国产品价格，相应缓解贸易赤字。巴菲特所在的伯克希尔公司的大部分投资和收益都在美国，这在某个程度上也为美国的自由现金流做出了贡献。

面对美元的贬值，巴菲特也多次表示他将利用这个机会，尽可能从国外市场获得更多的利润。2008 年，巴菲特在致股东的信里提到，伯克希尔公司 2007 年只拥有巴西货币雷亚尔这一种直接的外汇头寸。在 2007 年，这是一件很正常的事情，谁也不会奇怪。可是如果在几十年前，谁把美元换成雷亚尔，很多人都会觉得这个人是个疯子。因为在 20 世纪末，由于多达 5 个版本的巴西货币，让雷亚尔快变成狂欢节里撒的小纸片了。货币陷入发行、贬值、退出流通的周期性中。富有的巴西人为保护他们的财富，有时将大笔的钱转移到美国。但近些年，由于美元的贬值，雷亚尔相对来说升值很多。2002 年雷亚尔对美元的外汇指数为 100，2007 年末就已经升到了 199，与此同时美元却在步步下跌。就是这一种直接外汇头寸，在过去 5 年中为巴菲特带来了 23 万美元的税前收益。

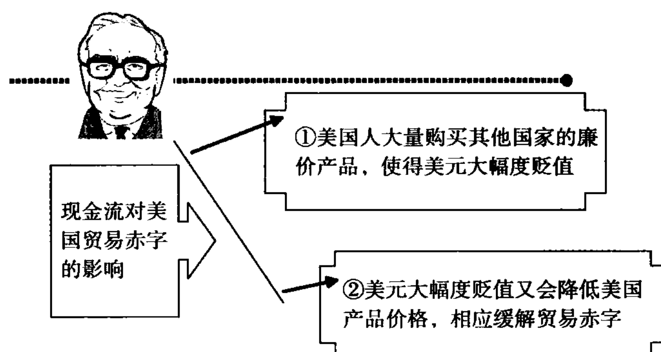


图 3–9 现金流对美国贸易赤字的影响

十、计算经营指标时不可忽视非经常性损益



在判断某项损益是否为非经常性损益时，应该考虑该项损益的性质、金额或发生频率的大小。

投资者在考察企业的经营状况时，一定要先排除非经常性项目等这些偶然性事件的收益或损失，然后再来计算各种经营指标。毕竟，这样的收益或损失不可能每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年都会发生的。

巴菲特认为，在考察公司的赢利能力时，不仅要看公司的利润金额，而且要看公司的利润结构，即哪些利润是可以持续获得，哪些利润又是偶然获得的。无论用什么指标衡量企业是否具有持续竞争优势，我们都应该排除非经常性项目的影响。只有排除偶然事件的影响，我们才能够进行更准确的判断。

在判断某项损益是否为非经常性损益时，应该考虑该项损益的性质、金额和发生频率的大小。

（1）判断某项损益的性质，应主要分析产生该项损益的事项或业务是否为公司持续经营所必需，是否为公司产生的特殊业务。从公司所处的经营环境看，特殊性的事项或业务具有高度的反常性，而且与企业正常典型的活动明显地不相关或仅仅偶然相关。如果某项产生损益的事项或业务是公司持续经营不可或缺的，则该项损益就不能作为非经常性损益来处理。比如，公司为了保证设备的正常运转，每隔几年要对设备进行一次大修理，因此这不是公司的特殊业务，这里的大修理费用就是公司为维持正常的生产经营能力所必须发生的费用，因此应该也是公司的经常性损益。

（2）判断某项损益是否为非经常性损益，还应该考虑损益金额的大小。根据会计中的重要性原则，对于一些金额较小的非经常性损益，即使将其视为经常性损益也不会对投资者的投资决策分析产生实质性的影响。因此，对于一些明显可归于非经常性项目但金额较小的损益，为了简化起见，在一般情况下可以将其视为经常性损益处理。但是，如果这些损益对公司的主要财务指标会产生实质性的影响，那么仍然将其视为经常性损益就不恰当了。

（3）除了考虑损益的性质和金额，还必须考虑其发生的频率。产生非经常性损益的事项或业务应该是公司发生的偶发性事项或业务，也就是公司不能合理预计是否会发生的业务。正是因为这些事项或业务偶发性，由此而产生的损益就应该归属于公司的非经常性损益。比如，公司本年度获得了当地政府给予的一次性财政补助300万美元，从而避免了亏损的情况，但公司对于以后年度能否继续获得此类补助没有确切的把握。因此本年获得的300万美元一次性财政补助就应该作为非经常性损益处理。

一般来说，这些损益都是偶然事件。巴菲特认为，只有把这些排除在外，才会实现无论用哪种利润指标都能准确判断公司是否具有持续竞争优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

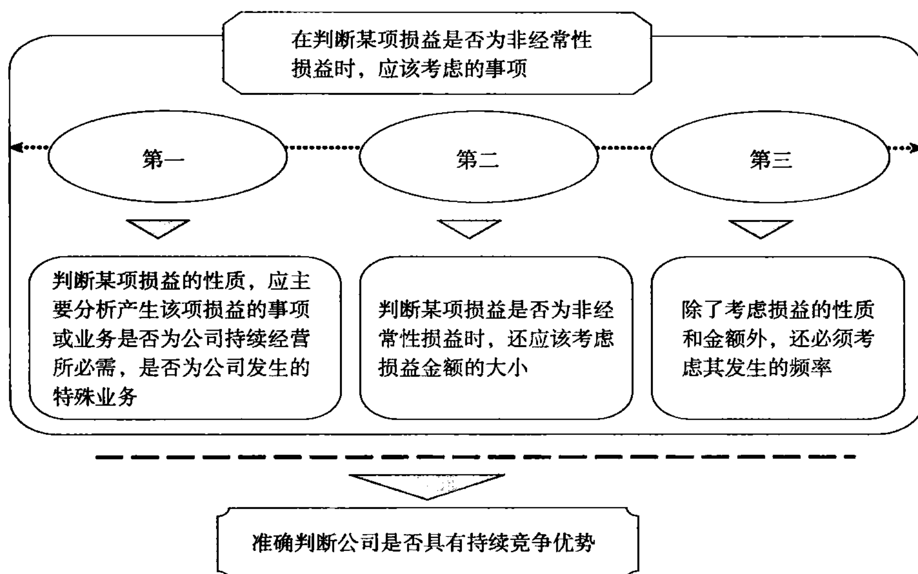


图 3–10 判断某项损益是否为非经常性损益时应该考虑的事项

十一、不仅要注意账面数字，还要了解该企业的会计准则



在考察公司的负债率有多高的时候，不仅要注意财务报表中的账面数字，还要了解该企业适用的会计准则。

不同的会计准则能够把同一份数据计算出相差甚远的几种结果。因此在分析要投资的企业时，一定要了解该公司使用的是哪个会计准则。如果该公司有下属公司，那么一定要注意公司报表中是不是把所有子公司的所有数据都包含在内了。

2003 年，巴菲特在致股东的信里说："受限的投票权使得我们没法将美中能源的财务状况以非常精确的方式列入财务报表。按照会计原则我们只能按投资比例列出该公司的投资金额及损益，而没办法把该公司所有的资产负债和赢利损益都纳入伯克希尔公司财务报表。也许在将来的某一天，会计法则会发生重大改变或者公共事业持股公司法案被取消，到那时我们就可以把美中能源所有的财务数据都列入伯克希尔公司的财务报表里，当然，也包括美中能源的融资负债的情况。"

巴菲特认为，在考察公司的负债率时，不仅要注意财务报表中的账面数字，还要了解该企业适用的会计准则。对于相同的账面数据，若根据不同的会计准则也许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会计算出两个截然不同的企业负债率。

就拿巴菲特所在的伯克希尔公司为例。如果我们单从报表数据来考察伯克希尔公司的负债率，得出的结论是不准确的。因为美中能源控股公司是伯克希尔公司投资的公司。通过美中能源公司，伯克希尔公司拥有美国三大电力公司（约克夏电力公司、北方电力公司、美国爱荷华州美中能源公司）及肯特河及北方天然气管道输送线等很多公共事业公司的股份。一般来说，这些公用事业股份的营业收入、经营利润、负债率等财务状况都应该反映在伯克希尔公司的报表中。但是受美国《公共事业持股公司法案》限定，能够反映在伯克希尔公司报表里的数据只是这些公共事业实际数据很小的一部分。

美中能源公司的负债率相对来说是高了一些。但这并不意味着巴菲特也开始青睐负债率高的公司了。2005 年巴菲特在伯克希尔年报中提到，伯克希尔公司一般不会负债，只有在三种特殊情况下才会考虑负债。第一种情况是需要利用回购协议来作为某种短期投资策略；第二种情况是为了更清晰地了解风险特征的带息应收账款组合而借债；第三种情况是即使一些负债数据显示在伯克希尔公司报表中，但实际负债和伯克希尔公司毫不相干。

巴菲特之所以愿意容忍美中能源公司相对较高的负债率，一方面是因为目前美中能源公司的负债规模不是很大，即便是在最严峻的经济形势下，其多元化且稳定的公用事业营运也可以累计足够的利润来偿还所有的债务；另一方面，美中能源公司的债务向来就不是伯克希尔公司的责任，现在不是，以后也不会是。再者说，美中能源最大的债主就是伯克希尔公司。即使出现了最糟糕的状况，美中能源也不必担心会像其他企业一样被别人追债。

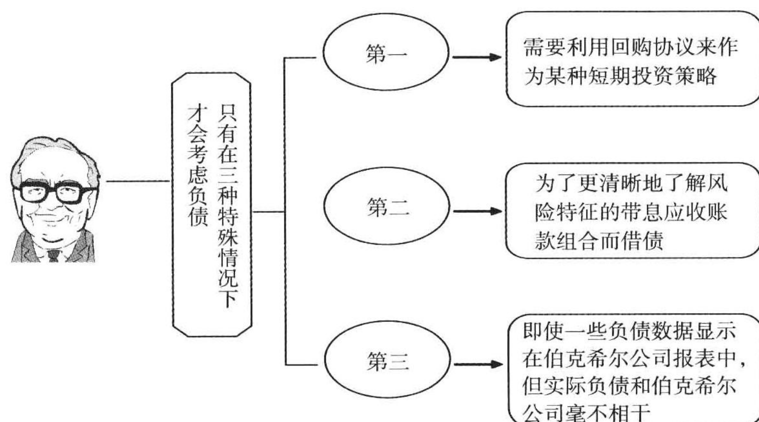


图 3–11　伯克希尔公司只有在三种特殊情况下才会考虑负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十二、自由现金流的充沛是衡量一家企业是否属于“伟大”企业的主要标志之一



投资者购买的股票其自由现金流要持续充沛，这是考察该股票是否值得投资的很重要的一个方面。

巴菲特认为，自由现金流是否充沛是衡量一家企业是否属于“伟大”企业的主要标志之一。这个观点是他在总结自己的经验教训进行的基础上得到的。在他看来，自由现金流比成长性更重要。

巴菲特认为，投资者购买股票时其自由现金流要持续充沛，这是考察该股票是否值得投资的一个很重要的方面。一家真正伟大的企业，充沛的自由现金流是前提条件之一。

现金是可由企业任意支配使用的纸币、硬币。现金在资产负债表中并入货币资金，列作流动资产，但具有专门用途的现金只能作为基金或投资项目列为非流动资产。现金等价物是指企业持有的期限短、流动性强、易于变化为已知金额的现金，属于价值变动风险很小的投资。一般是指从购买之日起，3个月到期的债券投资。现金等价物是指具有高度流动性的短期投资，变现容易且交易成本低，可一同视为现金。

对公司而言，通常有三种途径可以产生大量现金。首先，它可以向公众出售新的债券或者股票，所融得的资金在使用之前会形成大量的库存金；其次，公司也可以通过出售部分现有业务或资产；最后，公司一直保持着运营收益的现金流入大于运营成本的现金流出，也会产生一部分现金收入。如果一家公司能通过这三种方式持续运营并产生大量的现金积累，则会引起巴菲特的注意。因为这类公司往往具有持续性竞争优势。

巴菲特眼里的优秀公司原型就是伯克希尔公司旗下的国际飞安公司（FSI）。伯克希尔公司1996年收购该公司时，它的税前利润还只有1.11亿美元，固定资产净投资5.7亿美元。而在伯克希尔公司收购该公司后的10年间，该公司资产折旧9.23亿美元，资本投入16.35亿美元，其中绝大部分都是用来配套那些飞行模拟器的。2007年该公司税前利润为2.7亿美元，比1996年增加了1.59亿美元，不过与时思糖果公司相比还是逊色多了。

巴菲特眼里的糟糕公司，是那种成长速度很快，可是却需要大量资本投入才能维持其原有发展速度、利润很少甚至根本就不赚钱的企业。美国航空公司就具有这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种典型性，从第一架飞机诞生开始，就决定了航空公司需要源源不断地资金投入，有时候根本就不创造利润。

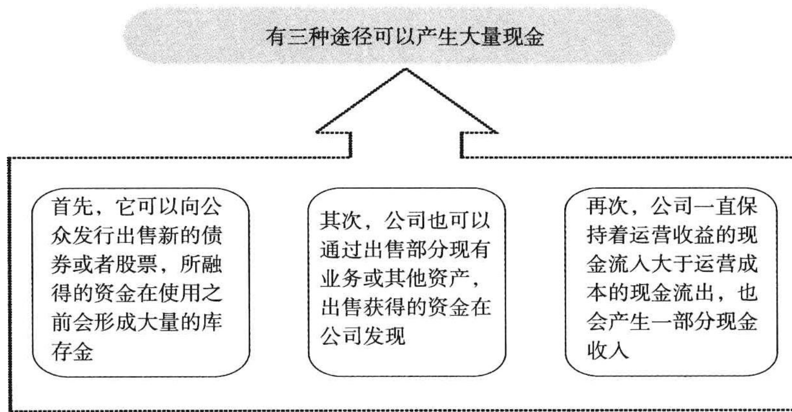


图 3–12　有三种途径可以产生大量现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

选择企业如选妻

——巴菲特教你如何选择优势企业

一、以一般的价格买入非同一般的好公司



选择企业时应关注企业业务经营状况，要选择那些具有竞争优势的企业进行投资。

有些投资者在寻找投资目标时，往往只关注股价是否便宜。巴菲特告诉我们，选择企业时应关注企业业务经营状况，要选择那些具有竞争优势的企业进行投资。

巴菲特说："对于投资者来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定任何所选择的一家企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。"

一个具有超出产业水平的超额赢利能力和突出竞争优势的企业，从长期来看，能够创造远远高于一般企业的价值增值。

巴菲特最关注的是公司的业务。这与一般投资者只关注股价是否便宜完全不同。他认为，以一般的价格买入一家非同一般的好公司要比用非同一般的好价格买下一家一般的公司好得多。

巴菲特总是集中精力尽可能多地了解公司业务经营情况，他认为公司业务分析的关键在于竞争优势：

（1）企业的业务是否长期稳定，过去是否一直具有竞争优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）企业的业务是否具有经济特许权，现在是否具有强大的竞争优势。

（3）企业现在的强大竞争优势是否能够长期保持。

由于巴菲特是长期投资，所以他非常重视企业是否有着良好的长期发展前景。而企业的发展前景是由许多不确定的因素决定的，分析起来相当困难。巴菲特为了提高对企业长期发展前景预测的准确性，在选择投资目标时，严格遵循公司长期稳定的经营历史，这样他才能够据此分析确信公司有着良好的发展前景，未来同样能够稳定经营，继续为股东创造更多的价值。

因此，巴菲特认为可口可乐是一个竞争优势持续“注定必然如此”的典型优秀企业。巴菲特将竞争优势壁垒比喻为保护企业经济城堡的护城河，强大的竞争优势如同宽阔的护城河保护着企业的超额赢利能力：“我们喜欢拥有这样的城堡：有很宽的护城河，河里游满了很多鲨鱼和鳄鱼，足以抵挡外来的闯入者——有成千上万的竞争者想夺走我们的市场。我们认为所谓的护城河是不可能跨越的，并且每一年我们都让我们的管理者进一步加宽我们的护城河，即使这样做不能提高当年的赢利。我们认为我们所拥有的企业都有着又宽又大的护城河。”

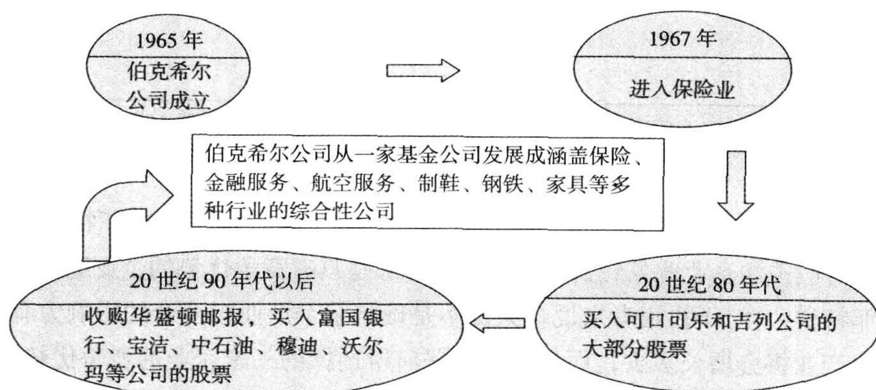


图 4-1　伯克希尔公司成长历程

二、买入企业的标准之一是有持续稳定的赢利能力



我想买入企业的标准之一是有持续稳定的赢利能力。

一家优秀的企业可以不借助债务资本，而仅用股权资本就能获得不错的赢利水平。优秀企业的投资决策，会产生令人满意的业绩，即使没有贷款的帮助也一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果公司是通过大量的贷款来获得利润的，那么该公司的获利能力就值得怀疑。

巴菲特说："我想买入企业的标准之一是有持续稳定的赢利能力。"

在他看来，一个公司的权益资本收益率与股东收益率是衡量公司赢利能力最重要的指标。

巴菲特认为，"对经营管理获利状况最重要的量度，是已投入股权资本的收益状况，而不是每股收益。"巴菲特更愿意使用权益资本收益率——经营利润对股东的比例——来评价一家公司的经营业绩。

采用权益资本收益率时，需作某些调整。首先，有价证券应该按投资成本而不是市场价格来估价。因为股票市场价格会极大地影响一家公司权益资本收益率。例如，如果一年中股价戏剧性地上升，那么公司的净资产价值就会增加，即使公司经营业绩的确非常优秀，但与这么大的股权市值相除，权益资本收益率也将急剧减小。相反，股价下跌会减少股东收益，从而会使平庸的赢利状况看起来比实际好得多。

其次，投资人也应控制任何非经常项目对公司利润的影响。巴菲特将所有资本性的收入和损失及其他会增减利润的特殊项目全部排除在外而集中考察公司的经营利润，他想知道，管理层利用现有资本通过经营能产生多少利润。他说，这是评判公司获利能力的最好指标。

巴菲特认为，衡量一家公司赢利能力的另一最佳指标是股东收益率。

高水平的权益投资收益率必然会促进公司股东权益的高速增长，从而也促进了公司内在价值及股价的稳定增长。长期投资于具有高水平权益投资收益率的优秀公司，正是巴菲特获得巨大投资成功的重要秘诀之一。

很多时候，在判断是否应当留存收益时，股东们不要仅仅将最近几年总的增量收益与总的增量资本相比较，因为它们可能由于公司核心业务的增长而扭曲。在通货膨胀时，核心业务具有非凡竞争优势的公司，仅投入一小部分增量资产就可以产生很高的回报率。但是，除非公司销售正处于巨大的增长时期，否则出色的业务肯定可以产生大量多余的现金。即使一家公司把绝大部分资金投入回报率低的业务中，公司留存资产的总体收益情况仍然可能相当出色，因为投入核心业务中的那部分留存收益创造了超常的回报。许多股东权益回报率和总体增量资产回报率持续表现良好的股份公司，实际上将大部分的留存收益投入毫无吸引力的甚至是灾难性的项目之中。公司强大的核心业务年复一年地持续增长，隐瞒了其他资本配置领域里一再重复的错误。犯下错误的经理们总是不断报告他们从最新的失败中吸取的教训，然后，再去寻找下一个新的教训。

因此，对于投资者来说，重点在于要看重企业的赢利能力。企业将来的赢利能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力是投资人投资是否成功的关键所在。

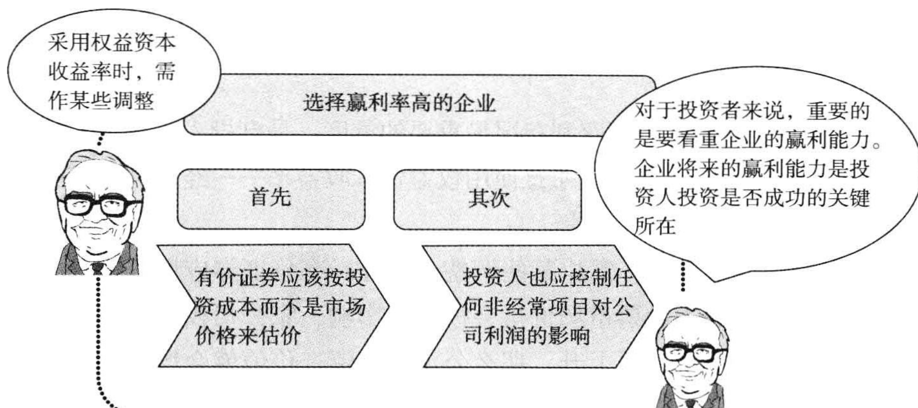


图 4–2 选择赢利率高的企业的步骤

三、在企业的价值被市场低估的时候买入



投资成功的一个必要前提是要在有吸引力的价位买入。

是不是投资了最好的企业就一定会有最好的回报呢？巴菲特给出了否定的回答，因为投资成功的一个必要前提是要在有吸引力的价位买入。

何谓有吸引力？就是股票的价格与我们计算的价值相比有足够的安全空间，也就是说我们应当在企业的价值被市场低估的时候买入。这看似是小孩子都明白的，但在贪婪和恐慌面前，一切都会变得很复杂。巴菲特之所以能成为“股神”，正是源于他无比坚定的执行力，永远把安全空间放在第一位。

巴菲特说：“投资人只应该买进股价低于净值 2/3 的股票。”投资者利用股市中价格和价值的背离，以合理的价格买入，然后在股价上涨后卖出，从而获取超额利润。

巴菲特认为，在购买任何股票前，投资者都要关注企业的市场价格与内在价值，以保证在理想的价格买进。不过他也认为，确定企业内在价值并不是一件容易的事情。内在价值的概念既严格又富于弹性，我们并没有一个人能够计算出内在价值的公式，关键是你得懂这个企业。在巴菲特看来，如果一家企业的经营业绩出众，即使它在短期内被市场忽略了，它的价值最终也会随之上涨的。

价值投资最基本的策略正是利用股市中价格与价值的背离，以低于股票内在价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值相当大的折扣价格买入股票，在股价上涨后以相当于或高于价值的价格卖出，从而获取超额利润。巴菲特称为“用 40 美分购买价值 1 美元的股票”。

当巴菲特看到一家他了解的企业时，凭借数十年分析企业价值的经验，他的潜意识里会生成一幅“精神图像”，展现出这家公司 10 年或 20 年后的样子。他可以简单地比较两幅图像，也就是这家公司今天的状况和未来的状况，然后立刻做出是否购买它的决策。

当巴菲特于 1988 年购买可口可乐的股票时，这家公司的每股收益是 36 美分。这些收益产生于 1.07 美元的每股净资产，因此可口可乐的净资产回报率是 33.6%。而且，它的净资产回报率在过去的几年中一直保持在这个水平。假设可口可乐的净资产回报率和分红率均保持不变，那么在 10 年内，它的每股收益将增长到 2.13 美元。

在巴菲特购买可口可乐的股票时，该股的市盈率为 10.7~13.2。按这个倍数估算，可口可乐的股价将在未来 10 年内达到 22~28 美元。

巴菲特的目标投资收益率是 15%。他的平均买价是每股 5.22 美元，按 15%的年回报率计算，可口可乐的股价应该在 10 年后上涨到 21.18 美元。

结果，在 1998 年末，可口可乐的市盈率达到了 46.5%，股价为 6.07 元。巴菲特的平均买价是 5.22 美元，所以他的年复利率是 28.9%，这还不包括分红。

即使你决定要像巴菲特那样做一个理性的投资者，可是你并不知道一个企业的股票到底值多少钱。巴菲特认为，要解决这个问题，一半靠科学的分析，一半靠天赋。因此作为投资者的你，既应具备企业经营的知识，也要懂得企业的语言，即知道如何看懂那些财务报表。

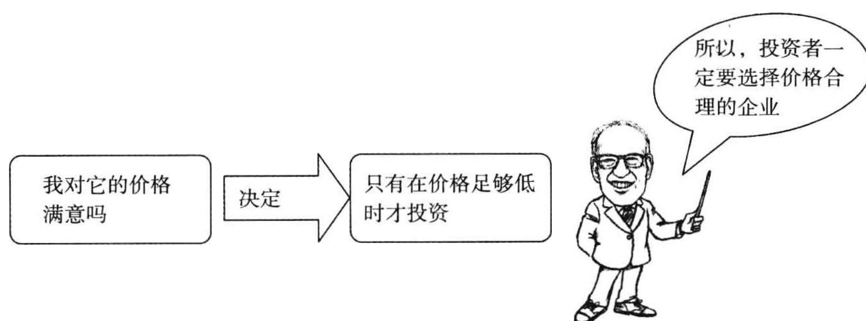


图 4-3 在低价时买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、一个出色的企业应该具有某种特质



经济特许权是企业持续取得超额利润的关键。

许多投资者所犯的错误是以为企业股票价格的涨落取决于其对于竞争的情况。用简单的话说，就是取决于它的经济特许权。但请记住，我们买的不是股票，而是企业。作为企业买主，我们必须认识到有许多力量影响着股票价格——这些力量往往与企业的素质及其经济特许权有关。

巴菲特说："经济特许权是企业持续取得超额利润的关键。"

巴菲特认为，一个出色的企业应该具有其他竞争者所不具有的某种特质，即"经济特许权"。那些具有经济特许权的企业在市场上有着一种特别的能力，其他企业就不能挤进这一领域与你竞争，更不可能与你展开价格战，分享你的利润。巴菲特曾经将企业的经济特许权的价值描述为一条环绕企业城堡的护城河。这些特权给企业加装了一道安全防护网，使其在多变的商业世界里多了一些保障。

根据巴菲特的观点，整个经济世界可划分为两个团体：有特许经营权的企业形成的小团体和一群普通的商业企业组成的大团体。后者中的大部分企业的股票是不值得购买的。特许经营型企业甚至可以在需求平稳、生产能力未充分利用的情况下提价。这种定价的灵活性是特许经营的一个重要特性，它使得投资可以得到超乎寻常的回报。特许经营企业另一个明显的特点是拥有大量的经济信誉，从而可以更有效地抵抗通货膨胀的负面影响。

相反，普通的商业企业所提供的产品或者服务与竞争对手往往大同小异。几年前，普通商品包括油料、汽油、化学品、小麦、铜、木材和橘汁。如今，计算机、汽车、空运服务、银行服务和保险业也都成了典型的日用商品。尽管有巨大的广告预算，它们的产品或者服务仍然与竞争对手没有实际意义上的区别。

在普通企业遭遇危机的时刻，那些特许企业虽然也可能受到影响，但它们经济特许权的地位却是不可动摇的。而且在这样的时刻，股价一般都会下跌，然而这正是买入的大好时机。

就像可口可乐公司，它拥有全世界所有公司中价值最高的经济特许权。"如果你给我 1000 亿美元用以交换可口可乐这种饮料在世界上的特许权，我会把钱还给你，并对你说：'这可不能。'"

对企业所有者来说，经济特许权意味着很难遇到竞争。特许经营通常会形成赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利优势。优势之一表现在可以自由涨价从而获得较高的赢利率；优势之二则是在经济不景气时，比较容易生存下来并保持活力。巴菲特认为，持有一家公司的股票即使犯了错误，利润仍能超过平均水平的企业的股票是很舒服的。“特许经营企业可以容忍管理失误。无能的管理者可能会减少它的赢利能力，但不会造成致命的损失。”

如果你理解了所谓经济特许权类型的企业，便不难从众多的股票中把它们找出来。如果你恰好以一个合适的价格买进并长期持有的话，那你的投资风险几乎是零。

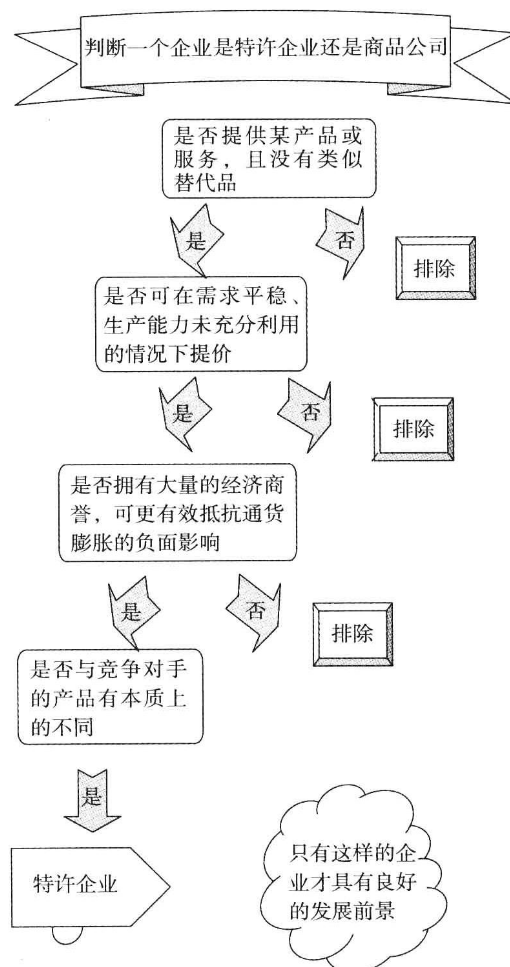


图 4–4 寻找特许企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、与伟人一起才能成就伟业



在进行控股收购和股票买入时，我们要像购买目标公司，不仅需要该公司的业务优秀，还要有非凡出众、聪明能干并且受人尊敬的管理者。

投资者在选择投资目标时，也应该注重一个企业的优秀的经理人。因为优秀的经理人更注重公司长期保持专业化的经营，只有专业化的经营才能使赢利能力更高。此外从合作者的角度来看，大家都愿意、喜欢与尊敬的人一起共事，因为这可以使良好结果出现的几率最大化，并且保证一个良好的合作过程。

巴菲特说："在进行控股收购和股票买入时，我们要像购买目标公司，不仅需要该公司的业务优秀，还要有非凡出众、聪明能干并且受人尊敬的管理者。"

巴菲特经过多年的投资，只选择那些他喜欢、信任和敬佩的经理人管理的优秀企业，他觉得这样才有机会获得良好的投资回报，巴菲特把这称为"与伟人一起才能成就伟业"。

1989 年，巴菲特公开宣布他已持有可口可乐公司 6.3%的股份。当被问道为什么没有更早地持有该公司的股票，巴菲特的回答是，因为过去他对可口可乐的长期发展前景缺乏信心。

至于为什么后来又买进可口可乐公司的股票，巴菲特给出的解释是他看到了可口可乐公司 20 世纪 80 年代在罗伯托·郭思达和唐·基奥领导下所发生的巨大变化。自 1962 年起一直担任公司总裁的保罗·奥斯汀于 1971 年被任命为董事长，之后，保罗·奥斯汀就开始了大规模的多元化经营，比如投资于众多与可乐无关的项目，包括水净化、白酒、养虾、塑料、农场等。

巴菲特认为这些举措是在浪费宝贵的资金。在股东的压力下，奥斯汀被迫辞职，1981 年可口可乐公司第一位外籍总裁罗伯托·郭思达上任。郭思达上任后全力以赴转向美国可乐市场上与百事可乐的竞争。1985 年，可口可乐放弃了已使用 100 多年的老配方，推出了新的可乐配方。可口可乐公司为这一惊人的失误付出了惨痛的代价。在无数可口可乐忠诚消费者的压力下，老配方不得不恢复。郭思达渐渐放弃了与可乐无关的业务。1984~1987 年，即巴菲特投资前，可口可乐在全世界的销量增加了 34%，每加仑边际利润也从 22%上升到 27%，国外的总利润从 6.66 亿美元涨到了几十亿美元。报告中更吸引人的是重新调整后的公司本身。1984 年可口可乐公司的国外利润只勉强占总利润的一半多一点（52%），到 1987 年，它的利润的 3/4 来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自美国本土以外地区，正是可口可乐公司的巨大变化吸引了巴菲特的注意。

罗伯托·郭思达拥有非常难得的才能，将市场销售与公司财务两方面的高超技巧整合在一起，不但使公司产品销售增长最大化，而且也使这种增长带给股东的回报最大化。

1997 年，罗伯托·郭思达被诊断出肺癌，且消息对外公布后不到两个月他就不幸去世了。罗伯托显示出了卓越且清晰的战略远见，他总是将公司目标定位于促进可口可乐股东价值不断增长，罗伯托很清楚他要将公司引向何方、如何到达目的地、为什么这是适合所有股东的最佳路径。同样重要的是他对于达成以上目标有着强烈的渴望。

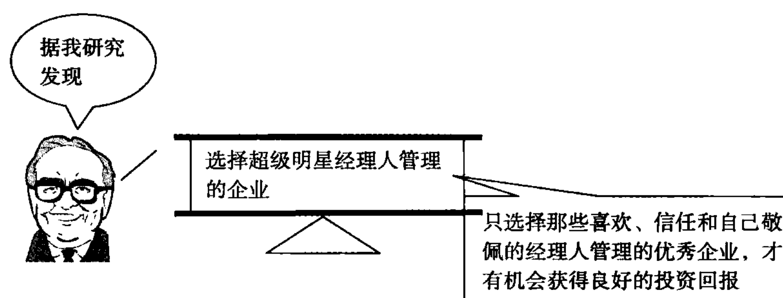


图 4-5　与伟人一起才能成就伟业

六、管理的基本目标是使股东价值最大化



企业经理的最重要的工作是资本配置。

投资者需要注意的是，能够体现管理层高超的资本配置能力的一个重要标志就是，管理层在公司股价过低时大量进行股份的收购。但是需要注意的是，管理与业务相比，业务是公司发展的根本所在，而优秀的管理能够为公司的发展锦上添花。所以在应用这个原则时不能忽视公司的业务。

巴菲特说："企业经理的最重要的工作是资本配置。一旦管理者做出资本配置的决策，那么最为重要的就是，其行为的基本准则就是促进每股的内在价值的增长，从而避免每股的内在价值的降低。"

巴菲特认为，资本配置对企业和投资管理都是至关重要的，管理层最重要的能力就是资本配置的能力。资本配置的能力主要体现在管理层能否正确地把大量的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本投资于未来长期推动股东价值增长的最大化的项目上。可以这么说，资本配置上的远见在某种程度上决定了公司未来发展的愿景。

比如在可口可乐每年的年报中，管理层都会一再重申："管理的基本目标是使股东价值最大化。"罗伯托·郭思达在公司"80 年代的经营战略"中指出："未来 10 年内我们要继续对股东负责，使他们的投资增值。为了给我们的股东创造高于平均水平的投资收益，我们必须找到条件合适、回报率超过通货膨胀率的项目。"

公司的经营战略则强调使公司长期现金流最大化。为实现这一目标，一方面，可口可乐公司采取的是集中投资高收益的软饮料企业，并不断降低资本成本的经营战略，这一战略的成功直接表现为公司现金流增长、权益资本收益率提高和股东收益增加；另一方面，可口可乐公司通过增加权益资本收益率和利润率来提高红利水平，同时却减少红利支付率。

在 20 世纪 80 年代，可口可乐公司支付给股东的红利平均每年增长 10%，而红利支付率却由 65%降至 40%。这样一来，可口可乐公司可以把更多的未分配利润用于再投资，以使公司保持一定的增长率。净现金流的增长使可口可乐公司有能力增加现金红利并回购股票。1984 年，公司第一次采取股票回购行动，回购了 600 万股。

从这以后，公司每年都要回购股票。1992 年 7 月，可口可乐公司再次宣布：从现在起到 2000 年，公司将回购 1 亿股，相当于公司流通股份总数的 7.6%。由于公司强大的赢利能力，郭思达自信可口可乐完全有能力做到这一点。1984~1996 年的 12 年间，可口可乐总共动用了 53 亿美元，回购了 4.14 亿股，相当于 1984 年初公司流通股份的 25%。如果按 1993 年 12 月 31 日的收盘价计算，回购的这些股票价值 185 亿美元。巴菲特对可口可乐回购股份之举大加赞赏。

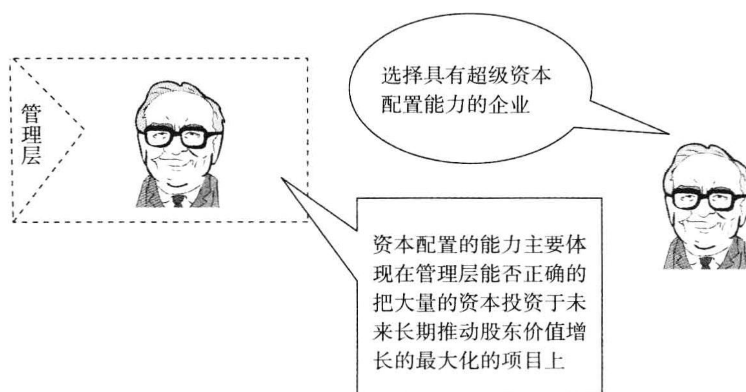


图 4–6　管理的基本目标是使股东价值最大化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

七、首选“消费垄断”公司



“消费垄断”的威力可以让人忽略产品本身的质量高低，也能够吸引顾客以高出一倍的价格购买。

布鲁伯格认为，企业便利的地理位置、彬彬有礼的雇员、周到的售后服务、令人满意的产品品质等因素令消费者信赖，从而产生一种心理状态——商誉意识。消费者的商誉意识带来了消费垄断。而商誉意识虽然只是一种消费心理状态，但作为一种无形资产却具有巨大的潜在价值。它常常驱使消费者对某些商品产生一种信任，只购买某几种甚至某种商品。这样就会给企业带来更高的利润的增长、良好的业绩等，此类公司的股票自然会受到追加，股价也会随之上涨。这类公司即使在经济不景气的情况下也会有突出的表现。

巴菲特把市场上的众多公司分成两大类：第一类是投资者应该选购的“消费垄断”公司；第二类是投资者应该尽量避免的“产品公司”。

有些公司在消费者脑海里已经建立起了一种“与众不同”的形象，无论对手在产品质量上如何与这些公司一样，都无法阻止消费者对这些公司的钟情。对于这类公司，巴菲特称之为“消费垄断”公司。巴菲特一直都认为可口可乐是世界上最佳的“消费垄断”公司，这可以通过世界最大的百货连锁公司沃尔玛在美国和英国的消费市场里的情况得到证明。

通过调查发现，消费者在不看品牌的情形下，的确是没法认出哪一杯汽水是可口可乐、百事可乐，哪一杯又是沃尔玛的自有品牌。结果，沃尔玛公司就毅然推出它的可乐品牌，放在几千家的分店外面，和可口可乐、百事可乐的自动售卖机排在一起卖。自有品牌饮料不但占据最接近入口的优势，而且售价也只是百事可乐和可口可乐的一半。但结果呢？沃尔玛的自制饮料不敌这两个世界名牌汽水的市场占有率，而只是抢占了其他无名品牌汽水的市场而已。

“消费垄断”的威力可以让人忽略产品本身的质量高低，也能够吸引顾客以高出1倍的价格购买。尽管在市场上，这些公司并没有形成“垄断”，因为还有很多的竞争者来争生意，但在消费者群体的脑海里，它们早已是“垄断型”的公司了。

从巴菲特所持有的股票上就可以看出，他持有的每一种股票几乎都是家喻户晓的全球著名企业，其中可口可乐为全球最大的饮料公司；吉列刮胡刀则占有全球60%便利刮胡刀市场；美国运通银行的运通卡与旅行支票则是跨国旅行的必备工具；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迪斯尼在购并大都会（美国广播公司）之后，已成为全球第一大传播与娱乐公司；麦当劳亦为全球第一大快餐业者；华盛顿邮报则是美国最受尊敬的报社之一，获利能力又远高于同业。

分析此等企业的共同特点，在于每一家企业均具有强劲的市场利基，也就是巴菲特所说的“特许权”（Franchise），而与一般的“大宗商品”（Commodity）不同。巴菲特对此种特许权的浅显定义，是消费者在一家商店买不到某种商品（如可口可乐或吉列刮胡刀），虽然有其他类似竞争产品，但消费者仍然会到别家寻找此种商品。而且此种产品的优势在其可预见的未来都很难改变，这就是他“长期投资”甚至“永久投资”的基本面因素。

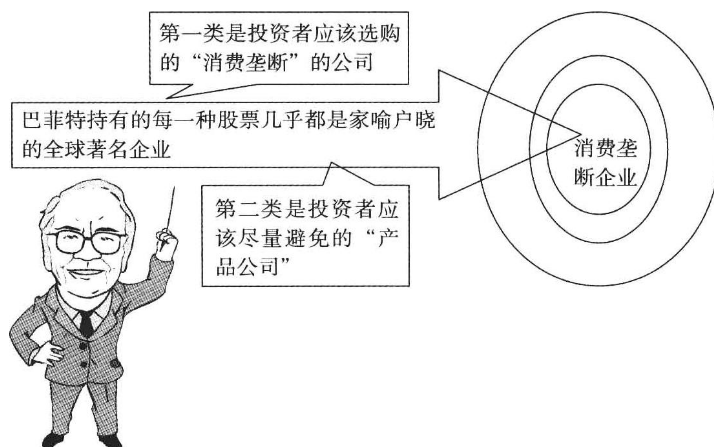


图 4-7 首选“消费垄断”的公司

八、投资股市的实质就是投资企业的发展前景



> 对于投资者来说，在寻找目标时，选择那些具有发展潜力的公司，无疑是为自己的投资上了一份保险。

对于投资人而言，能够为我们赚钱的股票，才是未来的成绩。所以，我们在识别企业时，应抓准公司发展的潜力。公司的发展潜力预示着公司未来的表现。巴菲特也曾说过，真正决定投资成败的，是公司未来的表现。试想，如果投资成败决定于过去和今日，那任何人都能投资致富，根本不需要很强的分析能力，因为过去和今日的业绩都是公开消息，人人都知道的。对于投资者来说，在寻找目标时，选择

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些具有发展潜力的公司，无疑是为自己的投资上了一份保险。

巴菲特说："我们感兴趣的并非是股票类别本身，而是公司的潜在价值及其发展的前景。要根据一家公司的远景展望而进行相应的投资，我们需要的是有才能的投资基金委托人，而非利用财务杠杆收购牟利的股市赌徒。"

在巴菲特看来，从企业前途的角度进行投资是一种原则，可以说，投资股市的实质就是投资企业的发展前景。为了理解巴菲特从企业前途角度投资的观点，就必须理解巴菲特对于公司利润的独到见解：他觉得公司利润与其在公司里的所有权成

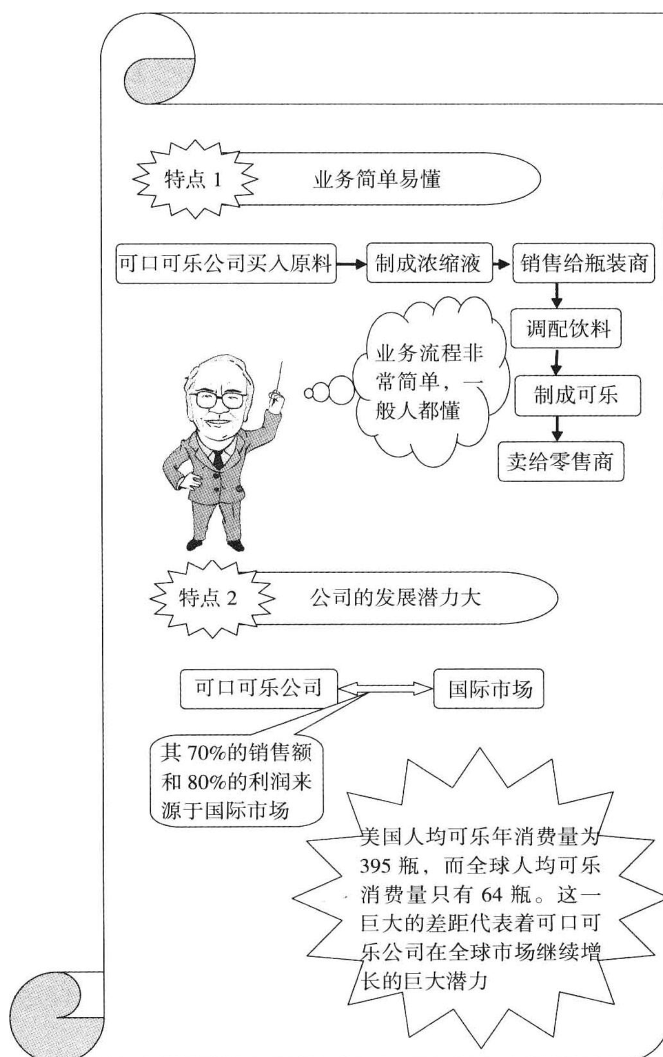


图 4-8　巴菲特投资的企业类型的特点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正比。因此，如果一个公司一股赚 5 美元，巴菲特拥有该公司 100 股，那么他就认为他赚了 500 美元。

巴菲特相信公司面临两种选择：一是通过红利付出 500 美元；二是保留盈余进行再投资，从而提高公司的内在价值。巴菲特相信，通过一段时间，股票市场的价格会由于公司内在价值的提高而提高。

在巴菲特的世界里，普通股也具有债券的特征，可付利息就是公司的纯收益。他用公司每股股票的净赢利除以每股买价，计算出收益率。一种买价每股 10 美元，每年净赢利 2 美元的股票，其收益率为 20%。当然，这种计算必须假定公司赢利的可预测性。在现实生活中，如果你想购买当地一种股票，你必须清楚它每年能赚多少，它的卖价是多少。通常这两个数字，你只要简单相除就能计算出你对该项投资的报酬率。巴菲特不管是购买整个企业还是购买企业的一股股票，都是这样做的。

从巴菲特的投资构成来看，道路、桥梁、煤炭、电力等资源垄断型企业占了相当大的份额，所以发展潜力很大。如巴菲特在 2004 年上半年大量买进中石化股票就是这种投资战略的充分体现。

巴菲特所投资的公司，都是对准消费者市场的。有的是品牌产品公司，如可口可乐；有的是行销行业，如百货、珠宝、家具、保险等。比如全球最著名的吉利刮胡刀公司，巴菲特认为消费者每十多天才需要换一次一两元的刀片，不可能会为了节省这一点点钱而将脸颊拿去冒险尝试其他牌子的。对于那些想要让小孩看电影的父母而言，他们不可能先亲自花费几十个小时的时间去观赏多部电影，然后才让孩子看其中几部的。现代人通常没有这个时间。迪斯尼电影马上成了家长所信赖的品牌。

在巴菲特眼里，投资股票其实就是投资公司的未来。

九、不在乎企业是巨型、大型、小型还是微型



企业的大小无所谓，真正重要的因素是，我们对企业、对生意懂多少，是否是我们看好的人在管理它们，产品的卖价是否具有竞争力。

对个人投资者来说，如果你细心留意，也许会发现一些流动性不大，但内在价值大于目前价格的股票。如果发现了，就把握机会赶紧买进吧，或许这就是被像巴菲特这样的大型投资者所忽略的。

1998 年巴菲特在佛罗里达大学商学院演讲时说：“我们不在乎企业的大小是巨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型、大型、小型还是微型。企业的大小无所谓，真正重要的因素是，我们对企业、对生意懂多少，是否是我们看好的人在管理它们，产品的卖价是否具有竞争力。"

巴菲特认为，他可以投资的企业都具有相同的特性：在熟悉的能力圈内都具有良好的竞争力、拥有诚实和能干的管理层。在他看来，企业不分大小，只要符合他投资的标准，他都会投资。

2008 年初，巴菲特手里拥有数百亿美元现金，却苦恼不已。他找不到可投资的公司。有些人很纳闷，全世界的公司成千上万，巴菲特怎么就找不到合适的呢？

其实，像巴菲特这种拥有几十亿美元甚至上百亿美元现金的管理者在进行投资时，他们发现自己碰到了瓶颈：似乎他们就只能迫使自己专注于大型资本公司，而忽略那些中小型资本公司。为什么会这样呢？其实很好理解。如果你管理着 1 亿美元的资金，想把 5%的资金投入一家市值 10 亿美元的小公司，那么你的 5%的投资只占公司市值的 0.5%，你很快就可以完成交易；但如果你管理的资金是 100 亿美元，那么你 5%的投资就可以买下半个公司，可是要收购这公司 50%的股票，你花费的时间也许是几周、几个月甚至几年，这就是为什么像巴菲特这样拥有大额资金的人不愿浪费时间和资金投资于小资本公司的股票的原因。

对于中小型公司，巴菲特不会轻易购买公司股票，因为他觉得没法购买足够数量的公司股票从而使股票收益充分显露在伯克希尔的收益表中。但这并不代表巴菲特就完全不在乎中小型企业。当他发现有机会可以完全购买某个优秀的小公司时，他也会很快出手。巴菲特在衡量小公司是否值得投资的时候，采用的方法和原则也和可口可乐那些大公司一样，都是观察整个公司的业务、公司的管理层、公司的财务状况等。

在巴菲特的投资生涯中，也有很多成功的中小型公司收购案例。时思糖果店就是一个经典的例子。时思糖果店出售的是自家配方制作的巧克力。1972 年巴菲特以 2500 万美元买下了时思糖果店。1972~1999 年，这家装饰着独特的黑白格和玛丽赛标识的糖果店已经赢得了 8.57 亿美元的税前利润。1999 年，时思的税前利润为 7300 万美元，它的运营利润占到 24%，创下了纪录。在巴菲特的家乡奥马哈市，有家全国最大的家庭用品商店——内布拉斯加家具店。1937 年，罗斯·布兰肯女士投资 500 美元创办了这家家具店，然后坚持"价格便宜、实话实说"的经营策略，生意蒸蒸日上。1983 年，伯克希尔公司收购了该家具店 80%的股票，其余 20%留给布兰肯家族。虽然这个商店的营业面积仅仅只有 20 平方米，年销售额却高达 1 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

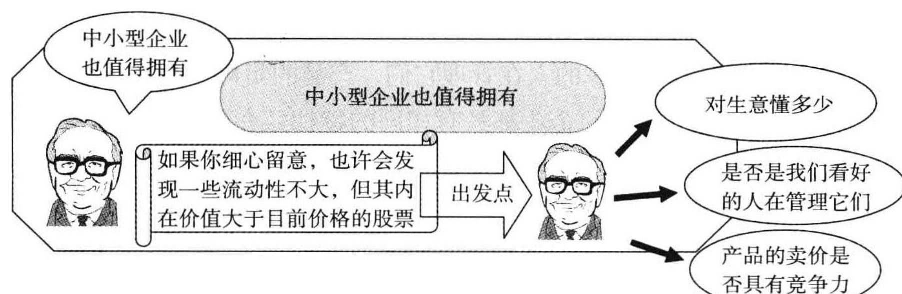


图 4–9　中小型企业也值得投资

十、多寻找一些具有特许经营权的企业



特许经营权企业大多具有持续竞争优势。这些企业的运营风险很小，一般不会因为管理不善而倒闭。

投资成功的前提是找到优秀的股票，但如何筛选出这种股票绝非易事。如果你没有一套独特的选股法则，不如像巴菲特一样多寻找一些具有特许经营权的企业吧！

1991 年，巴菲特在致股东的信中写道："具有特许经营权的企业和行业具有以下三大特征：①确实有行业成长或需求；②找不到其他类似的替代品；③不受价格上的管制。"

巴菲特认为，具有特许经营权的企业大多一般拥有持续竞争优势。这些企业的运营风险很小，一般不会因为管理不善而倒闭。而且这些企业还具有很多优势，如有很大的消费市场，顾客找不到类似的替代品，不受价格上的管制等。

那么如何衡量某个企业是不是具有经营特许权呢？巴菲特认为，有特许经营权的企业能够积极地为产品和服务制定价格，也就是说，当企业提高产品和服务的价格后，市场份额不会受到太大影响从而能够赚取更高的资本报酬率；即使企业没有优秀的管理层，只是会降低一些市场份额，却不会造成对企业的致命伤害。

巴菲特曾经说过："对一家企业的特许经营权的真正检验方法是：如果你给我 10 亿美元，再配备全美国最出色的 50 位企业经理，我绝对可以建立一家杰出的企业。但是，如果你是让我去击败华盛顿邮报，我会把 10 亿美元还给你。10 亿美元当然非常诱人，但是我无法完成你交给我的任务，所以我只好把钱还给你。然而，如果你让我用相同的金额去削弱奥马哈银行的赢利或市场份额，我想我可以做到。也许我不能完全让你满意，但我肯定会给他们带来很多麻烦。在以上这些情况下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

检验这些企业的竞争实力的方法就是：让企业的竞争对手使用各种手段，甚至不惜以牺牲自身赢利为代价去攻击企业，看看能给企业带来多大的打击，是否能够把企业打倒。”

巴菲特喜欢投资媒体行业，原因就是因为媒体行业具有上述特许经营权的三大特征，不但能够制定具有侵略性的价格，并且容忍宽松的管理。华盛顿邮报公司就是一家典型的特许经营权企业。在美国一共有 1700 多家报纸，其中有 1600 家报纸没有直接的竞争对手，这就是媒体行业的优势所在。很多报社以为，他们每年所获取的丰厚利润是报社不断提高经营管理质量的结果，其实这只是很小一部分原因，更主要的原因在于它在特定区域内具有不可取代的作用。这就如同一个城市只有一家报纸一样，即使报纸质量不是非常好，但因为这个城市里有这么多阅读报纸的人，这家报纸同样也会创造出足够丰厚的利润来。

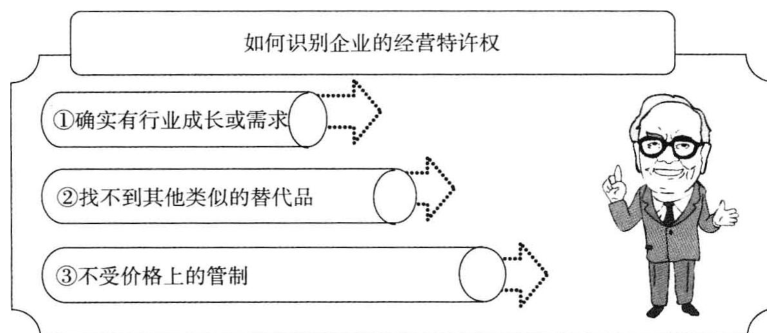


图 4-10 识别企业的经营特许权

十一、关注连续三年的年收益增长率达到 30%的公司



基本面分析使我们更清楚地认识和了解市场，不至于因为对基本面情况的一无所知而对市场价格的涨跌感到迷茫和恐惧。

基本面分析的功能不是预测市场，它的更大的作用是：告诉我们市场价格波动的原因，使我们更清楚地认识和了解市场，不至于因为对基本面情况的一无所知而对市场价格的涨跌感到迷茫和恐惧。

1993 年，巴菲特在致股东的信里写道：“我仍然忍不住想要引用 1938 年《财富》杂志的报道：‘实在是很难再找到像可口可乐这样拥有这么大规模，而且能够保持持续十年不变的产品内容。’如今又过了 55 个年头了，可口可乐的产品线虽然变得更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加广泛，但是令人印象深刻的是对它的形容依然如此。”

巴菲特对可口可乐总是赞不绝口，可以说他看重的就是可口可乐令人满意的基本面信息。

基本面分析是你买入任何个股之前都必须做的一件事。通过分析确定该股的质量及其相对强势，区分其优劣。基本面是股票长期投资价值的唯一决定因素，每一个价值投资者选择股票前必须要做的就是透彻地分析企业的基本面。许多投资者没有系统的分析方法，甚至仅仅凭某一短暂的或局部的利好因素就做出草率的买入决定。投资者很容易受一些感性因素的影响而做出错误的操作，或听信他人的言论，或对生活中某一消费品牌情有独钟等。

巴菲特在股市中的成功，依仗的是他对“基本面”的透彻分析。基本面分析主要是对公司的收益、销售、股权回报、利润空间、资产负债以及股市，以及公司的产品、管理、产业情况进行的分析。基本面分析能通过考察一只股票的质量和吸引力，从而识别一只股票是否具有投资价值。

那么，在基本面分析中最重要的是什么呢？公司的赢利能力是影响股价的最重要的因素。也就是说只买那些赢利和销售量在不断增加、利润率和净资产收益率都很高的公司的股票。每股收益（公司的总税后利润除以公开发行的普通股的股数）可作为公司的成长能力和赢利能力的指标。

巴菲特认为，表现最优秀的个股中的3/4都是成长良好的公司，在股价大幅上升之前其每股收益的年增长率平均达到或超过30%，而且连续三年都如此。因此，应全力关注连续三年的年收益增长率达到或超过30%的公司。

许多投资者以基本面分析方法作为其长期买卖决策的基础。基本面分析法的基本投资法则是：如果一只股票的价格低于它的内在价值，买进这只股票；如果股票价格高于它的价值，则卖出这只股票。

也有些投资者通过对基本面的分析来预测市场的未来，他们总是认为通过研究基本面的情况可以得出市场未来的方向，他们误以为基本面分析的作用就是预测市场的未来，掌握了大量的基本面资料就可以掌握未来。但巴菲特认为，这是一个根本性的错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

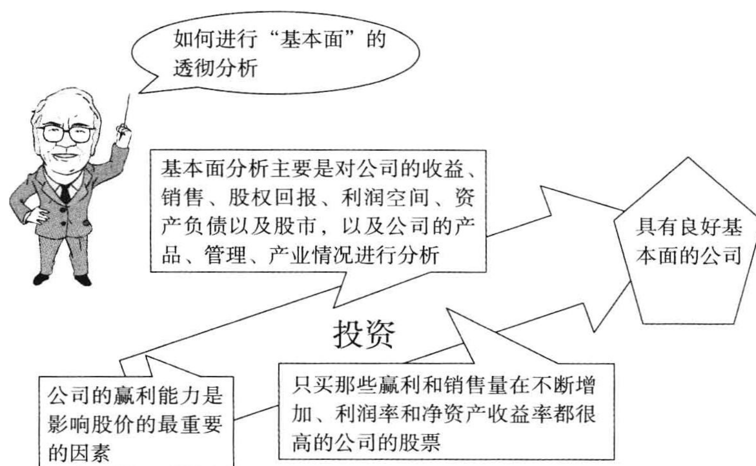


图 4–11　进行“基本面”分析的方法

十二、投资业务能长期保持稳定的公司



只有对公司过去的长期发展进行考察，才能确信该公司未来同样能长期保持稳定发展。

如果想找到长期领先于市场的好股票，一定要学习巴菲特，买入业务长期保持稳定的企业。巴菲特认为，公司业务不稳定，就难以在原有的业务上做大做强，无法建立强大的竞争优势。一家公司如果经常发生重大变化，就可能会因此经常遭受重大失误。推而广之，在一块总是动荡不安的经济土地上，是不太可能形成城堡一样坚不可摧的垄断经营权的，而这样的垄断经营权正是企业持续取得超额利润的关键所在。

巴菲特说：“研究我们过去对子公司和普通股的投资时，你会看到我们偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业。我们这样选择的原因很简单：在进行子公司和普通股两者中的任何一种投资时，我们寻找那些我们相信从现在开始的 10 年或者 20 年的时间里实际上肯定拥有巨大竞争力的企业。至于那些环境迅速转变的产业，尽管可能会提供巨大的成功机会，但是它排除了我们寻找的确定性。”

巴菲特认为，投资者买股票就是要投资该公司。既然要投资这家上市公司，并且已经做好了长期投资的打算，那么在确定投资对象时就一定要选择未来 10 年、20 年内业务长期保持稳定的公司，并且绝对具有巨大的竞争力的公司。

在几十年的投资生涯中，虽然有人说企业发展要与时俱进，要根据宏观环境的改变迅速转变产业，可是巴菲特认为，这种做法排除了他寻找长期投资对象的确定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性。事实上，他经过长期观察和研究发现，如果上市公司经常发生重大变化，那么就很可能会因此造成重大损失，而这和他的长期投资理念是不符合的。正因如此，所以他经常说："我们偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业。"

巴菲特深深知道，长期投资必须非常重视企业良好的发展前景，因为你购买该公司的股票就是因为看中了它的未来发展；如果该公司"没有未来"，为什么还要投资该公司的股票呢？这时候如果还要做长期投资，那是非常危险的。

不过显而易见的是，企业的长期发展取决于多种因素，很难正确判断。巴菲特说过，要做到这一点，就非常有必要对该公司过去的长期发展进行考察。只有这样，才能确信该公司未来同样能长期保持稳定发展、未来的经营业绩也能保持相对稳定增长，继续为投资者创造价值。所以，巴菲特从根本上是不主张公司开拓新业务、形成新的经济增长点的，他更希望公司能够在原来基础上做大做强，尤其是不能丢了原有业务的长期竞争优势。

巴菲特认为，由于不可解释的原因，这些投资者对这类公司未来的收益寄予希望，却忽视了这类公司的现状和问题。因此如果投资一家问题企业后再一个一个地去解决这些问题，远远不如之前就远离这些问题企业来得轻松、简单。

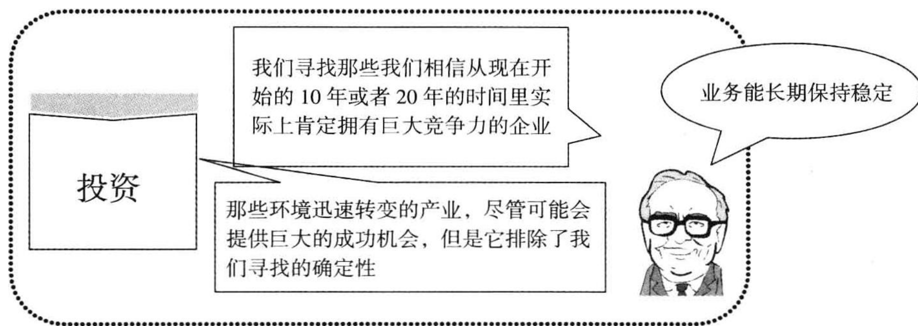


图 4–12　投资业务能长期保持稳定的公司

十三、优秀治理结构是检验公司治理的核心



公司治理结构是检验一个公司治理的核心。

巴菲特认为，管理层对提高股票内在价值的作用至关重要。投资者如果购买债券时不怎么在意公司管理层的话，在投资股票时就非常有必要关注这一点。归根到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底，公司管理层的能力和水平影响着该公司的长期竞争优势，从而决定着该公司未来内在价值的大小和发展方向。所以巴菲特说："以一般的价格买入一家非同一般的好公司，要比用非同一般的价格买下一家一般的公司好得多。"

2002 年，巴菲特在致股东的信里写道："提到管理模式，我个人的偶像是一位名叫埃迪·贝内特的球童。在 1919 年，埃迪年仅 19 岁就开始了他在芝加哥白袜队的职业生涯，当年的白袜队打进了世界大赛；一年后埃迪跳槽到了布鲁克林·道奇队，道奇队赢得了世界大赛；之后，他又跳到了纽约扬基队，在 1921 年该队又赢得了史上第一个世界大赛冠军；从此，埃迪安顿下来，扬基队后来的 7 年间，五度赢得了美联的冠军。也许你会问，这跟管理模式又有何相干？其实很简单，就是要想成为一个赢家，就要与其他赢家一起共事。"

巴菲特在决定投资一家公司前，该公司的治理结构是考虑的重要因素之一。从某种意义上说，公司治理结构是检验一个公司治理的核心。公司治理结构就是指投资者、管理团队和董事会三者之间的关系，它们各自都有不同的权利和义务。当这三者能够公开而又独立交流的时候，我们就说这个公司有一个良好的治理结构。

为了让投资者更好地理解如何检验一个上市公司是否拥有好的治理结构，我们来看看辉瑞公司这个例子。

1992 年，辉瑞公司首次任命一位副总裁专门负责公司的治理结构问题。除了一般的审计委员会、薪酬委员会和执行委员会外，它还设立了一个公司治理委员会，同时在公司的股东委托书里对公司治理规则进行了详细的说明。

根据辉瑞公司 2001 年的股东委托书，公司治理委员会的任务就是"根据董事会的适当规模和需要向董事会提出建议"。跟审计委员会和薪酬委员会一样，公司治理委员会完全由独立董事组成。

辉瑞的董事会广泛地参与公司各方面的事务，同时，辉瑞公司也要求它的董事会成员不能同时在许多其他公司的董事会里兼任董事。每次当某个董事会成员被邀请加入其他公司的董事会时，他（她）都必须向公司治理委员会提出申请，在委员会同意之前，必须确保该公司不是辉瑞的竞争对手并且和辉瑞没有利益上的冲突。当董事会成员更换工作时，必须提出辞职，然后由公司治理委员会来决定是挽留还是找新人来接替他的位置。

尽管辉瑞公司也有许多需要改进的地方，例如不错开董事任职期，以及增加一些董事的股票持有量，但这个公司的治理结构仍然是一个成功的例子。

从辉瑞公司的例子中，我们可以看出，检验一个公司是否有好的治理结构，应着力于查看它的股东委托书等公司材料是否公开透明、是否清晰明了；公司的管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层是否以股东的利益为重，总是努力从投资者的角度考虑问题；该公司的管理团队和董事会之间是否配合默契；等等。

公司的治理结构是检验公司治理的核心。投资者只有投资于治理结构完善的公司，方可有效控制自己的投资风险。

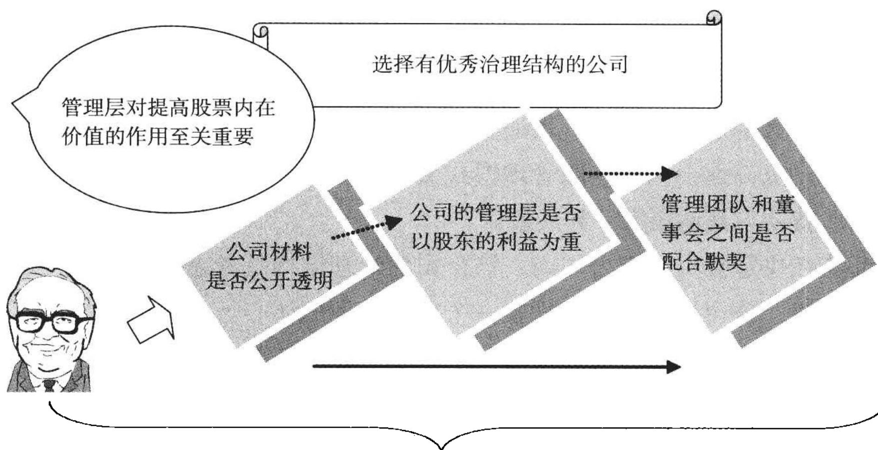


图 4–13　公司的治理结构是检验公司治理的核心

十四、财务稳健的公司更具有获利能力



在你投资一家公司之前，设想如果投资一笔钱，请来最好的管理者，而且宁可亏钱也让它争市场，但其所从事的业务能够进行消费垄断，那它就是一家很优秀的公司。

巴菲特认为，如果没有办法把销售收入转化成利润的话，那么对企业所做的投资就没有价值了。而且巴菲特认为，在企业成本方面，管理者存在很强的马太效应。巴菲特厌烦那些不能很好控制成本的管理者，所以他总是寻找那些注意控制成本进而转化为利润的公司。

巴菲特感兴趣的是那些利润丰厚、财务稳健的公司。在他看来，以下两类公司具有较强的获利能力，投资者也能赢得丰厚的利润。

1. 消费垄断型公司

巴菲特把市场上的众多公司分成以下两大类：

（1）产品公司。巴菲特认为这类公司是我们在投资时应当尽量避免的。所谓产品公司，是指那些消费者很难区分竞争者的产品公司。这些公司的特点是，每个竞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争者为了争取顾客，都必须从价格等方面竞争。巴菲特认为，通常这些公司为了吸引顾客，都会拼命打广告，希望能在顾客脑海中建立起与其他竞争者不一样的形象，但往往预期效果都不理想。产品公司在市场看好时，收益已不算多，一旦经济不景气，大家便竞相打价格战，导致面临亏损的危机。我们应该尽量避免选择此类的公司。

（2）消费垄断型公司。巴菲特认为我们要寻找的应是这类公司。所谓消费垄断的优势公司，就是那些在消费者脑海里已经建立了一种与众不同的形象的公司。这类企业即便是在经济不景气的情况下，也会因其所从事的业务而进行消费垄断，并不会对其获利能力有很大的影响。所以这类公司具有丰厚的并且呈上升趋势的利润。

2. 没有长期债务的公司

巴菲特在选择和考察公司的时候，喜欢财务稳健的公司。一般这样的公司不会有很大的长期债务负担。

如果出现例外情况，一个优秀的消费垄断型企业想要大借外债来获得对其他企业的控制权，投资者就必须保证要购买的公司也具有消费者垄断。如果购买的公司不具有消费者垄断，那就要小心了。当长期债务用来购买其他公司时，必须先清楚如下内容：

（1）当两个具有消费者垄断的公司结合时，由于两者都具有消费者垄断，这将产生巨大的现金流量和超额利润，从而很快就能将所借的长期债务还清。

（2）当一个具有消费者垄断的公司与另一个普通商品类型的公司结合时，其结果往往不尽如人意。这是因为普通商品类型的企业为了改善自己不佳的经济状况，会侵蚀掉消费者垄断所产生的利润，从而没有足够的资金来偿还所借来的长期债务。但也有例外的情况，当某个商品类型企业的管理者利用公司的现金流量购买了另一个具有消费者垄断的企业，随后在完成这种结合后就抛弃了急需补充现金的商品类型企业。

（3）当两个商品类型企业结合时，这就是一种灾难，因为两个企业都没有能力获取足够多的利润来偿还借款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

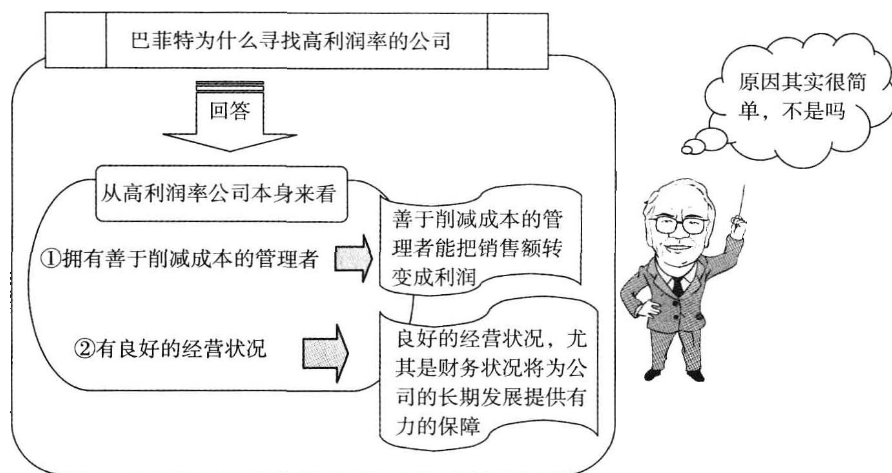


图 4–14　高利润率公司的特点

十五、优秀的管理是企业的金字招牌



投资者要选择具有持续竞争优势的企业进行投资，而企业的持续竞争优势很大程度上取决于企业管理层的品质。

投资者要选择具有持续竞争优势的企业进行投资，而企业的持续竞争优势很大程度上取决于企业管理层的品质。一般来说，如果你选对了人，就能选对企业，所以投资者要多关注企业的管理层品质。

1986 年，巴菲特在致股东的信里说："我和芒格平时通常只有两个工作，其中一个就是邀请优秀的经理人来管理我们的子公司。这项工作对我们来说并不太难，因为在我们收购一家公司时，通常该公司原本的经理人就早已在这个行业充分显现出他们的才能了，我们所要做的其实很简单，就是不要妨碍他们就好了。这是非常重要的一点。这就好比我的工作是组织一支高尔夫球队。如果尼克劳斯或阿诺帕玛在这支球队里，我确实不必费心教他们如何挥杆。"

巴菲特认为，一个优秀的企业必然需要拥有一个优秀的企业管理层。如何为企业寻找优秀的管理层非常关键。巴菲特认为最好的方法就是在购并企业时直接把企业的管理层留下来。

巴菲特在购并企业时非常注重该企业管理层是否足够优秀。如果企业的管理层不够优秀，那么一般来说企业的经营业绩就不会多么出色，就不足以吸引巴菲特的投资目光；如果管理层很优秀，又愿意留下来继续经营企业，巴菲特就会很满意地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购并企业；如果管理层很优秀，但不愿意继续留下来工作，那么十有八九巴菲特就会放弃这项购并。

对于企业所有者来说，最大的问题并不是企业的战略问题，而是企业的管理层问题。企业管理层的能力和品质，在很大程度上决定着该企业的发展走向和竞争优势。一旦企业能够找到优秀的管理层，那么该企业的发展前途不可限量。

上市公司对各种资源进行计划、组织、实施和控制以达到其既定目标，公司董事长和公司高层领导班子的能力十分重要。

1. 高层的竞争意识

公司的高级管理层只有具有了强烈的竞争意识，才能永不满足、锐意进取，积极推动公司长足发展。管理层是否具有强烈竞争意识，关键是看管理层群体是否充满活力，是否具有一种强烈的从事管理工作的欲望，群体中每个人是否有影响他人的欲望，是否有与下属人员共同努力取得成果的欲望。

2. 高层的专业能力

股民所关注的专业能力是公司管理层的整体专业能力，而不是一两个人，而且管理层知识结构要合理，管理、销售、财务等各方面都不能偏废。

3. 高层的沟通协调能力

领导的能力很大程度上表现在沟通协调方面。融洽的关系是协同作战的前提条件。这种沟通不仅仅在于公司内部，也包括公司外部的各种顾客、供应商、政府部门、社团的沟通等。

股谚有云："选股要选董事长。"此话不无道理。一家公司的成败，公司领导人要负 70%的责任。



图 4-15　充分了解企业及企业管理者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十六、管理者的品质决定企业的内在价值



只有选对了管理层，投资的回报才会更丰厚。

企业的管理层对企业的长期发展有重大影响。在选择投资哪个企业时，投资者一定要记得观察企业的管理层状况如何。只有选对了管理层，投资的回报才会更丰厚。

1987 年，巴菲特在致股东的信中说："伯克希尔公司旗下的世界百科全书、科比吸尘器公司、斯科特·费策公司等都是拉尔夫一个人领导的，要知道，拉尔夫一个人就担任 19 个企业的首席执行官。即使如此，伯克希尔公司在 1986 年收购斯科特·费策公司后的业绩表现就出乎预料，1987 年的业绩表现更是又上一层楼，税前利润提高了 10%，可是成本却大大降低。"

巴菲特认为，投资者在购买股票时，一定要重视其公司管理层。优秀的管理层可以为公司创造卓越的业绩，从而会提高股票的分红和股息，也间接增加了投资者的收益。

在巴菲特看来，投资债券和投资股票是不一样的。当然，无论是股票还是债券，它们的内在价值都取决于所预测的公司未来一些年的自由现金流经过一个适当的利率折现后所得到的期望值。但是，股票和债券还是有区别的。债券有债票与到期日，我们可以清楚计算出投资债券的收入。但是股票没有固定的到期日和价格。投资者只能够自己根据企业的经营业绩去估计自己投资股票的收入。由此可见，因为债券的债息和公司的业绩没太大关系，所以管理层的好坏对于公司债券的影响非常有限；而股票的分红和公司的业绩关系非常密切，管理层的好坏对于公司股票的影响非常大。

在巴菲特的投资生涯中，他非常看重公司管理层的品质。因为他知道，公司管理层的品质将会对公司的长期竞争优势产生莫大的影响，从而影响公司的内在价值。巴菲特曾经说过，优秀的管理层就是无价之宝。

在巴菲特心中，斯科特公司的总裁拉尔夫就是一位非常优秀的管理者。拉尔夫一个人担任着斯科特公司属下的 19 个企业的首席执行官。这 19 个企业中包括世界百科全书、科比吸尘器等，这些企业在它们所属行业中都表现得非常出色。我们从世界百科全书的发展就可以看到拉尔夫的表现有多么出色了。1987 年世界百科全书推出了新版本，这次新版本的改动很多。全套书籍中的彩色照片从原来的 14000 幅增加到 24000 幅，重新编写的文章超过 6000 篇，参与编写的作者多达 840 位。1982~1987 年，世界百科全书在美国的销售量每年都创新高，在其他国家的销售量也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有大幅度增加。世界百科全书的销售量比其他所有同类型的书籍的销售量多得多。把企业交给这样优秀的经理人来管理，自然企业的内在价值就会上升了。

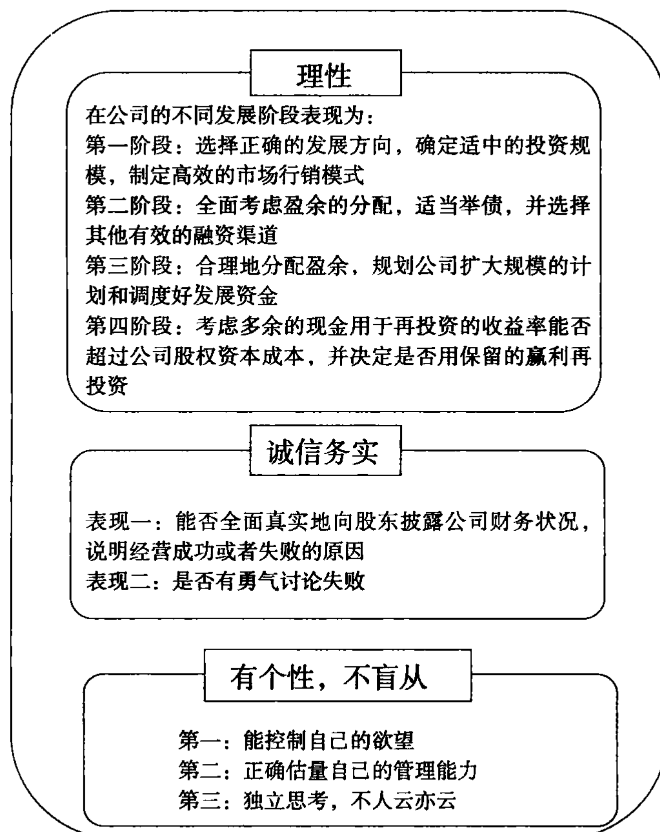


图 4-16　公司管理层需要必备的品质

十七、资金配置能力是考验优秀管理者的价值尺度



资本如何配置对企业的发展至关重要，而资本配置主要取决于企业管理层的决定。

资本如何配置对企业的发展至关重要，而资本配置主要取决于企业管理层的决定。因此，投资者在投资过程中，一定要选择一家具有优秀管理层的企业。

1983 年，巴菲特在致股东的信中说：“我们希望不要重复犯下资金配置错误导致我们投入逊色的产业，同时也对于那些认为只要投入大量资本支出便能改善赢利状况的建议不予理会。打牌似的管理行为并非我们的投资风格。我们宁可整体的结果逊色一点也不愿意花大把银子处理它。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为，企业的管理层是否优秀是衡量一个企业是否值得投资的重要因素。而考察企业的管理层是否优秀，首先就要考虑管理层的资本配置能力。因为从长远来看，资金分配决定了股东投资的价值。巴菲特认为，如何分配公司赢利——继续投资还是分配给股东的决策是一个逻辑和理性问题。

巴菲特觉得，真正优秀的管理层，可以充分发挥高超的资本配置能力，能够把企业充裕的资金投入具有高回报率的项目中，从而促使企业内在价值增长，股东权益增加；而那些缺乏资本配置能力的管理层，经常把企业充裕的资金投入一些毫不起色的项目中，不仅损害了股东的权益，甚至还会降低企业的内在价值，影响企业的长期发展。只有将资金用于资本支出和研究开发，才能够提升公司产品的优势，从而巩固公司的长期竞争优势，提高公司的长期赢利水平。一旦公司的长期赢利水平提高了，企业的内在价值就会提高，而股票市场虽然短期是一架投票的机器，但长期却是一架称重机，所以股票价格自然也会上涨。而这种上涨是实实在在的，和那种短期上涨是不一样的。股价的短期上涨，说穿了其实就是股市泡沫。

事实证明巴菲特的观点是正确的。一项针对几百家上市公司的战略性资本支出与投资决策的权威性调查也表明，在美国股票市场中，只要上市公司发布兼并、增加研究开发费用、开发新产品、增加资本性支出公告，公司的股价通常都会有显著上涨。

而巴菲特在投资的过程中，也发现了一种奇怪的现象：很多企业的管理层也都非常聪明能干，但是在资金配置方面却喜欢跟风行动。一旦同行有什么新的政策或者投资方案，他们也会很快采取类似的政策和投资方案。如果投资者看过倒闭的投资银行名单，投资者就会发现，尽管纽约股票交易所的规模比过去大了 15 倍，可是这张名单上的银行仍然有 37 家。而这些银行倒闭的原因并不是因为它们的管理层不够优秀，事实上他们非常聪明能干。可是他们却犯了一个非常低级的错误，那就是他们盲目地跟风同行公司的业务。结果，一家投资银行倒了，其他家分行也跟着倒下了。



企业有理想的经济特征吗

企业可分为特殊优势的企业和没有特殊优势的两种。一般，有特殊优势的企业有理想的经济特征

企业的净资产回报率高吗

宁愿拥有一家赚 15%利润的价值 1000 万美元的企业，也不愿拥有一家赚 5%利润的价值 1 亿美元的企业

图 4–17 企业的经济特征与净资产回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十八、管理层是否优秀，在企业陷入困境时体现得更为明显



管理层是否优秀，在企业陷入困境时体现得更为明显。越是优秀的管理层，越能够让企业起死回生，峰回路转。

管理层是否优秀，在企业陷入困境时体现得更为明显。越是优秀的管理层，越能够让企业起死回生，峰回路转。投资者应该寻找具有优秀经理人的企业。

1987 年，巴菲特在致股东的信里写道："接下来是一点记忆回顾。大部分伯克希尔公司的大股东是在 1969 年清算巴菲特合伙事业时取得本公司股份的。这些合伙的伙伴可能还记得当初在 1962 年，我们控股的登普斯特农用机具制造公司经营出现了很多问题。就像现在一样，当我解决不了问题的时候我就会去找芒格，芒格向我推荐了一位他在加州的朋友哈里。一星期后，他就来到内布拉斯加州来管理登普斯特公司，很快很多问题立刻得到了解决。"

巴菲特认为，优秀的管理层对企业来说至关重要。无论企业优秀与否，每个企业都有可能陷入困境。很多时候只有这些优秀的管理层才能让企业渡过难关，起死回生。

在巴菲特的伯克希尔王国中，存在着很多优秀的管理层。巴菲特觉得，如果企业的资质很好，那么由普通的管理层管理企业一段时间，也不会发生什么大问题。就像巴菲特说的，如果让他那憨厚的表弟去管理可口可乐一段时间，可口可乐公司也不会发生什么大问题，最多就是业务轻微下滑，根本不会伤着可口可乐的根基。但是，一旦企业遇到问题，这时候优秀的管理层就显得非常重要。只有优秀的管理层才能够带领企业克服困难，重现活力，而这是普通管理层无法做到的。

哈里就是一位巴菲特认为非常优秀的经理人。1962 年，巴菲特控股的登普斯特农用机具制造公司经营出现重大问题。在芒格的推荐下，巴菲特邀请哈里来管理登普斯特公司，结果哈里很快就带领公司走出了困境，迈上了正轨。1986 年，伯克希尔旗下的 K&W 公司也遇到了经营的难题。K&W 公司是一家专门生产自动机具的小公司，以前这家公司的经营业绩都还不错，可是，在 1985~1986 年经营突然发生了状况，当时的公司管理层放弃生产一直销售良好的产品，盲目追求实力达不到的产品。看到 K&W 公司陷入这样的困境，负责监督 K&W 的芒格又一次找到哈里，聘任哈里为该公司的 CEO。哈里的表现依然那么出色，很快 K&W 公司的经营问题就解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决了。1987 年，K&W 的赢利水平就创下新高，净利润比 1986 年增长了 3 倍，而且产品库存和应收账款也少了 20%，不但一举摆脱了原来的困境，还使 K&W 公司的发展更上一层楼。看到哈里如此出色的表现，巴菲特幽默地说，如果伯克希尔公司在今后的 10 年或 20 年中也遇到了同样的经营问题，不用说大家也知道他会打电话找谁了。巴菲特的话很明显，就是找哈里这个能帮企业渡过难关的优秀经理人。



图 4–18　优秀的管理层能使企业顺利渡过难关

十九、哪家的管理层倾注心血，就可以投资那家企业



优秀管理层的一个重要标志，就是管理层把企业当做自己 100%拥有的企业来对待。

如果在投资的过程中，你碰到哪家企业的管理层对企业倾注心血，鞠躬尽瘁，几乎都把企业当做自己 100%拥有的企业一样来认真管理，那么你可以选择投资这家企业，他会把为股东赚钱当做为自己赚钱一样尽心尽力的。

1982 年，巴菲特在给股东的信里说道："今年我们有两位明星经理人退休了，分别是国家产险公司 65 岁的菲尔利舍和美联社零售公司 79 岁的罗斯纳。这两个人的优异表现让伯克希尔公司变得更为富有。国家产险公司是支持伯克希尔公司发展的中流砥柱；菲尔利舍和继承他职位的林沃特都是该公司成功的主要推手。在 1967 年将美联社零售公司以现金卖给多元化零售公司后，罗斯纳原本仅承诺做到当年年底，如今他又继续做了 15 年，依然表现得非常杰出。菲尔利舍和罗斯纳两人都为伯克希尔公司鞠躬尽瘁，他们对待公司的热忱和尽责就仿佛在管理他们自己拥有的公司一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样，根本无须制定很多额外的规则来约束他们。”

巴菲特认为，管理层是否优秀对企业非常重要。而优秀的管理层的一个重要标志，就是管理层把企业当做自己100%拥有的企业来对待。

巴菲特本身就是一个把企业当做自己100%拥有的企业来对待的经理人。虽然巴菲特是伯克希尔公司的大股东，但伯克希尔公司并不是巴菲特一个人的，而是属于伯克希尔所有股东的。但巴菲特总是认真做好每一次投资，从不因为自己手中握有大量伯克希尔公司的现金就随意投资。巴菲特认为，股东的每一分钱都是很重要的。每投资一分钱，就必须赚回一定的利润，利润至少不能低于企业的平均增长率，这样才能对得起公司所有的股东。巴菲特说，他管理伯克希尔公司的长远目标，就是要实现公司每股内在价值的增长率达到最高，为股东们谋取最高的回报。

巴菲特在寻找投资企业时，通常只会投资于那些管理层非常优秀的企业，所以伯克希尔公司旗下有太多像菲尔利舍和罗斯纳这样把别人的企业当做自己100%拥有的企业的人。

内布拉斯加家具店的B夫人是巴菲特非常崇拜的一个人。当内布拉斯加家具店被伯克希尔公司收购时，B夫人已经90岁了，但她并没有马上回家休息。相反的，她仍然担任公司的负责人，每周七天都待在商店里，其中销售地毯更是她的专长。她一个人的业绩便足以打败所有其他零售业者。当地的报纸曾形容她每天工作完便回家吃饭睡觉，等不到天亮便急着要回店里头上班。她一天所决定的事情可能比一家大公司总裁一年内决定的事还多。她并不缺钱，当时伯克希尔公司收购时付给了她一大笔钱。她这么费心费神，只是因为她把这个家具店当成是自己100%拥有的，希望这个家具店的发展越来越好。

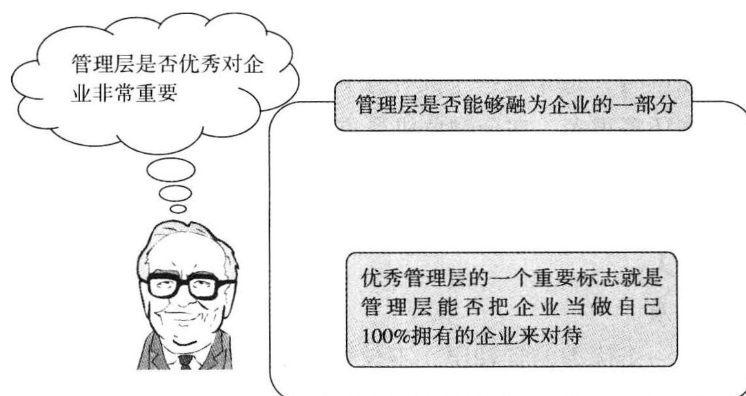


图4-19 管理层对企业倾注全部心血

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二十、业绩和管理者的品质是评估企业的两项硬指标



企业的管理层是否优秀，我们通常从公司的业绩和管理层的品质来衡量。

投资者在考察企业的管理层是否优秀时，一定要把重点放在管理层的管理才能和人格品质上，只有两者兼备的管理层才能为股东带来更多的回报。

1984 年，巴菲特在致股东的信里写道："很多人常常问我，B 夫人经营到底有什么诀窍。其实她的诀窍也没什么特别的，就是她和她的整个家族：①对事业怀抱的热忱与干劲，会让富兰克林与贺拉旭·阿尔杰看起来像辍学生；②踏踏实实去实施她所决定要做的事情；③能够抵御外部对公司竞争力没有帮助的诱惑；④拥有高尚的人格。我们对 B 夫人家族的人格信任可从以下收购过程中反映出来：在没有找会计师查核、没有对存货进行盘点、没有核对应收账款或固定资产的情况下我们就交给了她一张 5500 万美元的支票，而她给我们的只是一句口头承诺。"

巴菲特认为，企业管理层对企业的影响非常重大。优秀的管理者可以把平庸的公司变成伟大的公司，而糟糕的管理者可以把伟大的公司变成平庸的公司。企业的管理层是否优秀，我们通常从公司的业绩和管理层的品质来衡量。

1. 公司的业绩

巴菲特认为，公司的业绩是衡量企业管理层是否优秀的重要指标。公司业绩的高低，能够在一定程度上反映出公司管理层的管理才能。一方面，优秀的公司管理层能够给股东创造更大的收益回报；另一方面，更大的收益回报又只有在优秀的公司管理层身上才能实现。

B 夫人和她的家族都是优秀的经理人，而这也体现在内布拉斯加家具店的经营业绩上。B 夫人在世时，每年她一个人在家具店销售的地毯比奥马哈地区所有同行销售的地毯加起来还多很多。在金融危机严重的 2008 年，内布拉斯加家具店在奥马哈和堪萨斯城的店的销售额不仅没有减少，反而还分别增加了 6%和 8%，两个店的销售额双双达到大约 4 亿美元。巴菲特在 2008 年年报里说，这些非凡的业绩主要归功于其优秀的经理人。

2. 管理层的品质

巴菲特认为，一个优秀的管理层，不仅要具有非凡的管理才能，更重要的是要有优秀的人格品质。

B 夫人就是一个具有优秀品质的人。她有一个高尚的人格，对朋友真诚以待，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对事业充满激情，对生活满怀热忱。1984 年 5 月是一个特殊的日子，这一天 B 夫人获得了纽约大学的荣誉博士学位，而在此之前获得如此殊荣的有埃克森石油公司总裁、花旗银行总裁、IBM 公司总裁等企业精英。也许你会以为 B 夫人是名校商学院毕业的，其实不然，B 夫人从来没有真正上过学。所以从这一点上看，B 夫人一点也不逊于这些国际知名公司大总裁。而令巴菲特庆幸的是，B 夫人的儿子们也继承了她的优良品质。

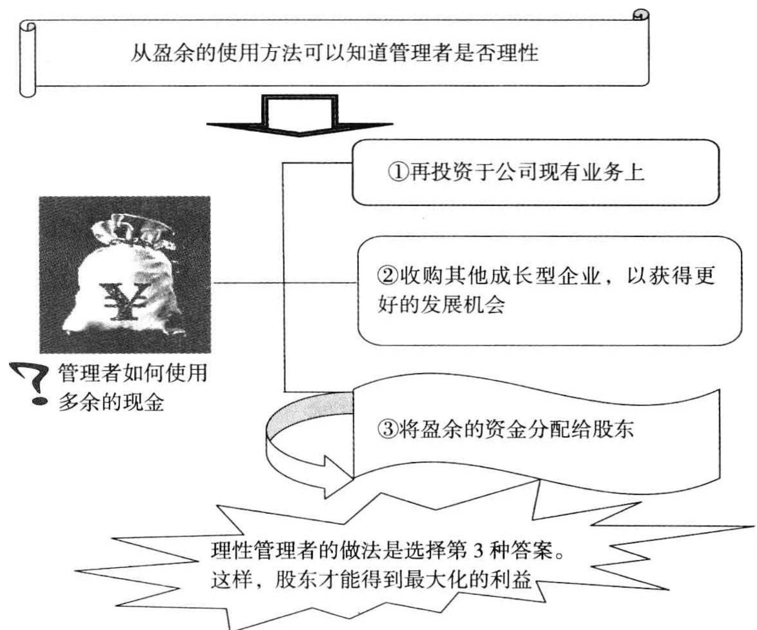


图 4–20　从盈余的使用方法可以知道管理者是否理性

二十一、长期稳定的产业——不需要怎么管理也能赚大钱



投资者对这类产业进行选择时，一是考察该产业的吸引力，二是考察该产业的稳定性。

投资者对这类产业进行选择时，应该关注产业的两大方面：一是考察该产业的吸引力，主要表现在产业平均赢利能力上；二是考察该产业的稳定性，主要表现在产业结构变化的程度上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特说："我喜欢的是那种根本不需要怎么管理就能挣很多钱的行业。它们才是我想投资的行业。"

巴菲特在寻找新的投资目标之前，总是会首先考虑增加原有股票的投资的头寸，只有在新的投资企业非常具有吸引力时才愿意买入。

巴菲特投资美国运通的历史可以追溯到很早以前了，1963 年的 11 月 22 日，该公司的股票从消息传出前的 60 美元/股，降低到后来的 56.5 美元/股，到 1964 年初，股价已经跌到了 35 美元。而巴菲特决定买入的时候就是在 1964 年。那年巴菲特用他的合伙公司的 40%的资产——大约 1300 万美元，买入了 5%的美国运通的股票。接着，在后来的两年时间里，美国运通的股价上升了 3 倍。在 5 年的时间内股价上涨了 5 倍，股价从 35 美元上涨到 189 美元，在 1991 年巴菲特对外宣称他持有该股票很长时间，所以他投资美国运通的收益率至少在 4 倍以上。

巴菲特在伯克希尔 1994 年的年报中讲述了他投资美国运通的历史，他认为正是对该公司的长期了解才会大笔增持了该公司的股票，后来证实这是很明智的投资行为。

事实上，在选择长期稳定的产业时也需要考虑该产业的外部环境。外部环境通常可分为两大类：一类是宏观环境，它是由自然、人口、社会、经济、技术、政治、法律等因素组成的；一类是产业竞争环境，它是由产业内部的竞争对手、供应商、买方、替代品生产厂商、潜在进入者等构成的。宏观环境一般并不直接影响企业的经营，而是通过产业环境间接影响；而产业竞争环境对企业竞争优势的获得和维持具有最直接、最大的影响力。

产业结构强烈地影响着企业竞争优势的确立及其可持续性。产业之间的竞争不断将某个产业投资资本收益率降低到投资资本要求的最低平均收益率水平。当某个产业收益率低于投资资本要求的最低收益率时，投资者因无法长期接受而退出该产业，转移投入其他收益率较高的产业，使该产业竞争减弱而收益率水平上升。当某个产业收益持续高于最低收益率时，将会吸引新的投资资本进入，使该产业内竞争加剧而收益率下降。在实践中，一些产业由于其独特的产业结构，拥有较高的进入壁垒而长期保持超出其他产业平均赢利水平的高收益率。即使投资于这些具有超额收益率的产业中一般的企业，如具有垄断性质的报纸、广告业、电视业等，也会有较高的回报。而投资于收益率水平很低的产业中，即使是最优秀的产业，如钢铁、石化等，也只能有较低的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

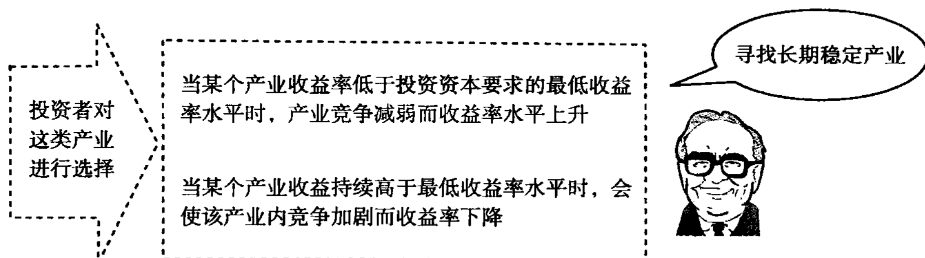


图 4–21　投资于长期稳定的产业

二十二、寻找具有竞争优势的产业



产业选择中重点关注两大方面：一是产业吸引力，二是产业稳定性。

产业结构通常影响产业内部所有的企业，这种影响力来源于产业内部的基础经济结构，不是单个企业能改变的。如果一个产业的产业结构能够持续保持较高的吸引力，同时持续形成较高的进入壁垒，那么该产业中的企业就具有保持持续竞争优势的良好环境条件。产业结构分析有助于我们在股票投资中寻找到赢利平均水平较高的长期稳定产业，在这些产业中更容易找到赢利水平高、竞争优势持续时期长的优秀企业。

1994 年，巴菲特与一些学生谈了进行公司分析的基本方法："一段时间内，我会选择某一个行业，对其中 6~7 家的企业进行仔细研究。我不会听从任何关于这个行业的陈词滥调，我努力通过自己的独立思考来找出答案……比如我挑选的是一家保险公司或一家纸业公司，我会让自己沉浸于想象当中：如果我刚刚继承了这家公司，而且它将是我们家庭永远持有的唯一财产。那么，我将如何管理这家公司？我应该考虑哪些因素的影响？我需要担心什么？谁是我的竞争对手？谁是我的客户？我将走出办公室与客户谈话。我从这些谈话中会发现，我这家企业与其他企业相比，具有什么样的优势与劣势？如果你进行了这样的分析，你可能会比管理层更深刻了解这家公司。"

巴菲特在产业选择中重点关注两大方面：一是产业吸引力，主要表现在产业平均赢利能力上；二是产业稳定性，主要表现在产业结构变化程度上。

1. 产业吸引力

巴菲特的投资经验表明，产业吸引力是股票投资中产业选择的首要标准。巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特以其曾经投资的百货零售业与电视传媒业进行了产业吸引力比较：虽然许多零售商曾经一度拥有令人吃惊的成长率和超乎寻常的股东权益报酬率，但是零售业是竞争激烈的行业，这些零售商必须时时保持比同行更加聪明，否则突然间的业绩急速下滑就会使得他们不得不宣告破产；相比较而言，作为电视传媒业的地方电视台即使由水平很差的人来经营管理，仍然可以好好地经营几十年，如果交由懂得电视台经营管理的人来管理，其报酬将会非常高，其根本原因在于不同产业因特性不同而具有不同的吸引力。

2. 产业稳定性

巴菲特投资策略的最大特点是持股经常达几年甚至十几年之久，之所以如此，是因为他坚信他所投资的企业和产业在未来长期内具有很强的稳定性。

巴菲特的产业分析经验表明，主业长期稳定的企业往往赢利能力最强，而企业的主业之所以长期稳定，根本原因在于其所在的产业具有长期稳定性。而那些经常发生重大变化的产业，如高科技产业和新兴产业等，巴菲特则从不投资。

在那些竞争作用力强的产业，如钢铁、造纸、石化等，没有一个企业能获取超出平均水平的较高投资收益率；而在那些竞争作用力相对较弱的产业，如报纸、电视台、广告、美容化妆、珠宝等，企业普遍能够获取很高的收益率。

巴菲特的产业选择经验表明，决定产业长期稳定性的产业演变对于投资分析非常重要，在这里主要采用波特提出的产业演变基本分析框架。产业演变将导致产业吸引力及产业平均投资回报率的重大变化，相应企业对于产业演变的战略反应是否适当将导致企业竞争优势发生较大变化。

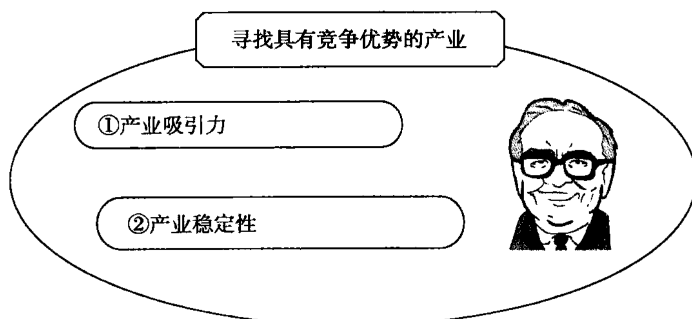


图 4–22　具有竞争优势的产业特征

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二十三、选准行业的“领头羊”



在股市中，某一行业的“领头羊”的强劲走势不仅能带动该板块走出良好行情，而且能带动大盘上涨，让及时追涨的投资者获取丰厚的收益。

1998年，巴菲特在佛罗里达大学商学院演讲时说：“麦当劳在海外的处境会比美国国内要更好一点，随着时间的推移，这个生意就会变得越来越难做。因为人们已经不再愿意每天都吃麦当劳了，然而喝可乐的人仍然还是大有人在，今天你喝5罐，明天可能再喝5罐。因此快餐业的处境要艰难得多。但是假如你一定要投资快餐业的话，在世界的范围内来看这个行业还是规模巨大的，如果你要从中选择一家的话，你会选择麦当劳，因为它有着很好的定位。它对于小孩子来说仍然是美味，尽管对于成年人来说它并不是最好吃的。最近，麦当劳用降价的策略进入了促销的领域，而不是产品本身的吸引力引起的销量的增加。”

可以看出，巴菲特总是选择投资某一行业里的标杆性企业。他认为在股市中，某一行业的“领头羊”的强劲走势不仅能带动该板块走出良好行情，而且能带动大盘上涨，让及时追涨的投资者获取丰厚的收益。它们的成长性更是不会令人失望的。

投资者在选择股票时，有个最简单的绝招，那就是选择行业的“领头羊”。抓住“领头羊”有四方面的优势：

（1）在主升浪当中，“领头羊”一般来说是上涨最早、力度最大、幅度最大、回调最少的股票，属于最强势。

（2）在反弹浪当中，“领头羊”一般也是如此。例如，某一天华新水泥（600801）的表现，就说明了这一点。其他水泥股只是跟风，包括福建水泥、冀东水泥等。并且，华新水泥还在涨停板上，而他们已经展开盘中回落，并且不过上涨2%~3%。

（3）从力度和涨幅看，一旦“领头羊”启动，还是应该跟风“领头羊”而不是“从属股”。追涨“从属股”，不如追涨涨幅已经略大的“领头羊”来得安全。涨幅略大的，反而比涨幅小的安全。

（4）在“从属股”上跟风，容易吃套。“从属股”往往是涨幅还没有多大，获利还没有多少，就已经滞涨和下跌了，直到最后连累“领头羊”也出货。

由于“领头羊”具有先板块启动而起，后板块回落而落的特性，所以，它的安全系数和可操作性均高于跟风股，收益更是跟风股望尘莫及的。征战股市，应选择“领头羊”，实现收益的最大化。投资者在进行操作时要谨记以下两点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）大胆追高。大牛市“领头羊”一旦步入主升段，就是一大段出人意料的、持续大幅上升的单边市，很少也很难有逢低吸纳的机会，主力是不会故意给机会给你逢低买入的，所以只有追高才能买入第一“领头羊”。这里准确判断它是否是大牛市第一“领头羊”，及是否已经进入主升段，是十分重要的技术。如果判断错误，会有很大风险。

（2）大胆持股。主升段的升幅是十分巨大的，利润也是十分丰厚的。但是要赚到这一暴利，就一定要持久持股。否则像当年不少的投资者买深发展，赚两三成就跑掉了，白白错失了数以倍记的利润。当然这里也是有条件的：未见到阶段性顶部。一旦有见顶的迹象，就必须迅速离场。

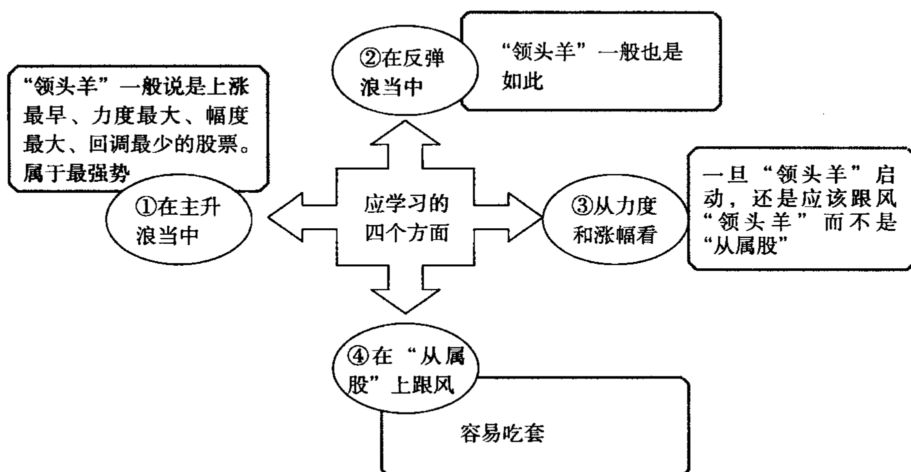


图 4-23　抓住“领头羊”的优势

二十四、我们的经济命运取决于产业核心竞争力



最终我们的经济命运将取决于我们所拥有的公司的经济命运。

投资者在选择持续竞争优势的企业时应该注意两个方面：其一是分析企业是否具有真正的竞争优势；其二是分析企业竞争优势能否长期保持。如果从企业价值增值能力的角度来考虑，公司竞争优势是指一个公司向客户提供具有某种价值的产品或服务的过程中所表现出来的超越其他竞争对手的一种优势。依靠这种优势，该企业能够在一定时期内保持超出所在产业平均水平的价值增值能力。

巴菲特说：“最终我们的经济命运将取决于我们所拥有的公司的经济命运。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为，选择投资对象的关键是分析企业的竞争优势及其可持续性。他一再强调投资人应该去寻找和发现具有持续竞争优势的企业，这类企业应该是投资的首选目标。

实际上，要确定所选择的任何一家企业的竞争优势，最重要的是确定这种优势的持续性。

巴菲特选择富国银行的原因，是认为它是一家非常优秀的上市公司，拥有最好的管理模式，股票的价格水平也处在合理的水平上。他在分析这家银行时，认为该银行是以全能型的以客户为导向的银行；该银行的交叉销售模式能够为利润创造出巨大的贡献；并且该银行很注重对风险的控制，尤其是风险的分散方面做得很好。它拥有 80 个业务的单元，对客户一生中可能产生的各种金融要求提供合适的产品，这样就会把业务的风险分散化了。

同时他分析出，富国银行在 20 多年来显示出颇为强大的竞争优势，20 年来的每股的赢利从 1984 年的 0.84 美元增长到了 2004 年的 1.86 美元，增长了 10.40 倍，这使股东权益的复合回报率达到了 23%。

巴菲特曾经说过，他对波特非常了解，他认为他们二人的想法是一致的。波特曾在书中写道，长期的可持续竞争优势是任何企业经营的核心，这正是投资的关键所在。理解这一点的最佳途径是研究分析那些已经取得长期的可持续竞争优势的企业。巴菲特认为，用一般的价格买入一家非同一般的好公司要比用非同一般的好价格买下一家一般的公司好得多。

巴菲特之所以强调要投资于具有持续竞争优势的企业，是因为对于长期投资来说，股价最终取决于公司内在价值，而具有持续竞争优势的企业的经济命运要远远优于那些一般企业，能够持续创造更大的价值增值，从而为股东带来更大的财富增值。



图 4-24 寻找和发现具有持续竞争优势的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

希望与持有的股票“白头到老”
——巴菲特教你如何选股

一、利率变动是股市波动的晴雨表



在金融因素中，利率水准的变动对股市行情的影响最为直接和迅速。

对股票市场及股票价格产生影响的种种因素中，最敏锐者莫过于金融因素。而在金融因素中，利率水准的变动对股市行情的影响最为直接和迅速。

巴菲特说：“20 世纪可以说是美国经济最为成功的 100 年，在这期间，美国和加拿大的人均国民生产总值都在稳步的增加。但由于这期间国家经历了两次世界大战，并且经历了前所未有的经济大萧条，当时美联储的基准借贷利率最高时可达到 21%，最低时达到 1%，因此我并不十分看重利率这样的浮动因素，但是对于个人来说，利率的增减当然也是很重要，但是不要忘记了的是，无论什么时候你身上的债务也正是你拥有的资产。”

巴菲特认为，金融因素极为敏感地影响着股票市场及股票价格。利率水准的变动又是金融因素中最直接影响着股市行情的因素。

一般来说，利率下降时，股票的价格就上涨；利率上升时，股票的价格就会下跌。因此，利率的高低以及利率同股票市场的关系是股票投资者据以买进和卖出股票的重要依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么利率的升降与股价的变化呈上述反向运动的关系呢？主要有三个原因：

（1）利率的上升，不仅会增加公司的借款成本，还会使公司难以获得必需的资金，这样，公司就不得不削减生产规模，而生产规模的缩小又势必会减少公司的未来利润。因此，股票价格就会下降；反之，股票价格就会上涨。

（2）利率上升时，投资者据以评估股票价值所在的折现率也会上升，股票价值因此会下降，从而，使股票价格相应下降；反之，利率下降，股票价格上升。

（3）利率上升时，一部分资金从投向股市转向到银行储蓄和购买债券，从而会减少市场上的股票需求，使股票价格出现下跌；反之，利率下降时，储蓄的获利能力降低，一部分资金就可能回到股市中来，从而扩大对股票的需求，使股票价格上涨。

鉴于利率与股价运动呈反向变化是一种一般情形，投资者就应该密切关注利率的升降，并对利率的走向进行必要的预测，以便抢在利率变动之前，就进行股票买卖。

对于我国的投资者而言，在对利率的升降走向进行预测时，应该关注的几项变换包括：①贷款利率的变化情况。由于贷款的资金是由银行存款来供应的，因此，根据贷款利率的下调可以推测出存款利率必将下降。②市场的景气动向。如果市场过旺，物价上涨，国家就有可能采取措施来提高利率水准，以吸引居民存款的方式来减轻市场压力。相反，如果市场疲软，国家就有可能以降低利率水准的方法来推动市场。③资金市场的银根松紧状况和国际金融市场的利率水准密切相关。国内利率水准的升降和股市行情的涨跌也会受国际金融市场的利率水准的影响。

一个开放的市场体系是没有国界的，海外利率水准的升高或降低，一方面对国内的利率水准产生影响；另一方面，也会引致海外资金退出或进入国内股市，拉动股票价格下跌或上扬。

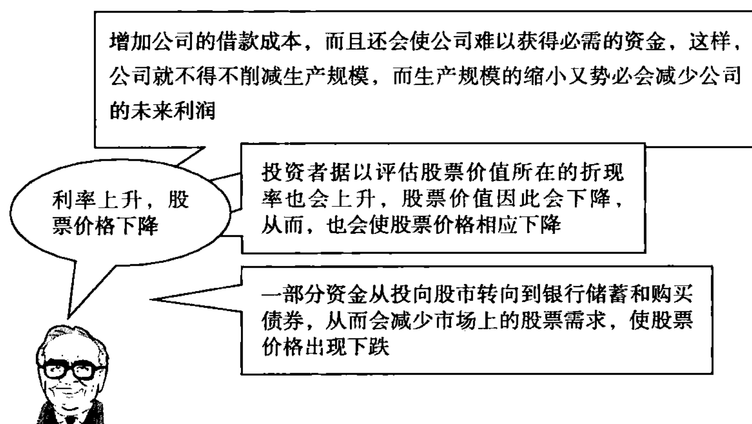


图 5–1　利率对股价的影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、通货膨胀失去控制，你买的国债就是废纸



影响股票市场以及股票价格的一个重要宏观经济因素是通货膨胀。

巴菲特对通货膨胀感到担忧，认为它是比任何税收都更具劫掠性的一种税；如果通货膨胀失去控制，你买的国债就是废纸。不过即使在通货膨胀时期，股票可能仍然是有限的几种选择中最好的一种。

1979 年，巴菲特在致股东的信里说：“我们实际上是存在怀疑的，为什么长期的固定利率的债券仍然能够在商场上存在。当我们确信美元的购买率在变小的时候，这些美元包括政府发行的其他货币在内，都难以再作为长期的商业风向标。

现在的利率已经反应出了较高的通货膨胀率，这使新发行的债券对投资者有了一些保障，这时导致我们错过债券价格反弹获利的机会，正如我们并不愿意用一个固定的价格预售出自己手中的 2010 年或 2020 年的一磅时思糖果或一尺伯克希尔生产的布料一样，我们同时也不会用固定的价格预售出未来 40 年的金钱使用权。”

巴菲特认为，影响股票市场以及股票价格的一个重要宏观经济因素是通货膨胀。这一因素对股票市场的影响比较复杂，它既有刺激股票市场的作用，又有压抑股票市场的作用。通货膨胀主要是由于过多地增加货币供应量造成的。货币供应量与股票价格一般是呈正比关系，即货币供应量增大使股票价格上升；反之，货币供应量缩小则使股票价格下降，但在特殊情况又有相反的作用。

货币供给量对股票价格的正比关系，有三种表现：

（1）货币供给量增加，一方面可以促进生产，扶持物价水平，阻止商品利润的下降；另一方面使得对股票的需求增加，促进股票市场的繁荣。

（2）货币供给量的增加引起社会商品的价格上涨，股份公司的销售收入及利润相应增加，从而使得以货币形式表现的股利（股票的名义收益）会有一定幅度的上升，使股票需求增加，从而股票价格也相应上涨。

（3）货币供给量的持续增加引起通货膨胀，通货膨胀带来的往往是虚假的市场繁荣，造成一种企业利润普遍上升的假象，保值意识使人们倾向于将货币投向贵重金属、不动产和短期债券上，股票需求量也会增加，从而使股票价格也相应增加。

由此可见，货币供应量的增减是影响股价升降的重要原因之一。当货币供应量增加时，多余部分的社会购买力就会投入股市，从而把股价抬高；反之，如果货币供应量少，社会购买力降低，投资就会减少，股市陷入低迷状态，因而股价也必定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会受到影响。而另一方面，当通货膨胀到一定程度，通货膨胀率甚至超过了两位数时，将会推动利率上升，资金从股市中外流，从而使股价下跌。

总之，当通货膨胀对股票市场的刺激作用大时，股票市场的趋势与通货膨胀的趋势一致；而当其压抑作用大时，股票市场的趋势与通货膨胀的趋势相反。对于投资者而言，应该看到通货膨胀的双面影响才能够抓住股价的正确的变动方向。

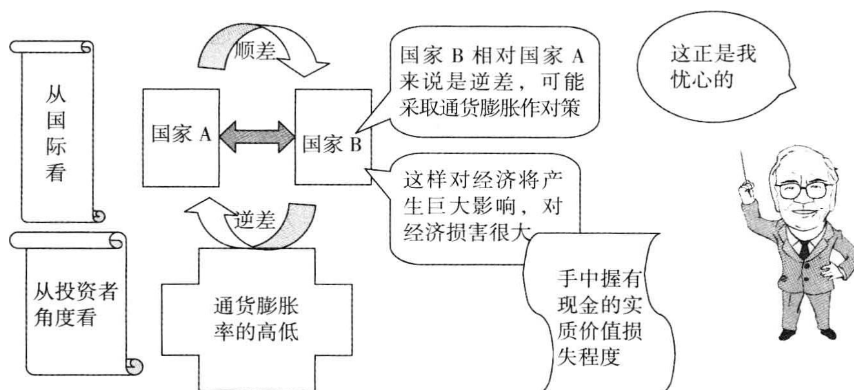


图 5-2　通货膨胀对股票的影响

三、经济政策对股市的心理影响


在经济环境改变的情况下，投资者应该密切关注经济政策对股市产生的影响。

货币政策和财政政策对股市的调节都起着重要的作用，各种费率的改变能够对股民的切身利益起到直接性的刺激作用。因为中国的股市还没有完全成熟，由经济政策引发股民心理上的影响也是不容忽视的，所以在经济环境改变的情况下，投资者应该密切关注经济政策对股市产生的影响。

巴菲特在 2008 年年度股东大会上说："过去的一年是非常奇异的一年，而我们的经济面对的是金融风暴。我认为政府做出了正确的决策、及时的行动，但是政府未来的前景还是困难重重的。因为经济经历过金融风暴，所以没有人可以要求完美的回报。"

巴菲特在描述了他短期的痛苦之后，还是依然对长远的前景保持着乐观的信心。但实际上在金融风暴发生的这一年对于巴菲特先生来说是非常艰难的一年，他的巴郡公司的投资价值损失了 10%，而他本人的财富也减少了 250 亿美元（170 亿英镑）。2008 年巴郡公司的表现是过去 40 年以来最差的一年，比如，他在 2008 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买下了石油公司 Conocohillips 的大笔股票，而没多久石油价格的暴跌使他损失了 30 亿美元。虽然面临着这么多的损失和困难，但是巴郡公司和同样在过去一年里损失惨重的其他投资公司相比还是相对较好的。而巴菲特先生也表示他将会长期持有他所有的投资直到经济回升，也就是说，直到他的投资赢利为止。

可见经济环境对股市的影响是极为严重的。但是在这种经济环境下，往往能够得到国家的经济政策的刺激，这样，股市的表现就能够有所转变。通常所说的经济政策包括货币政策和财政政策。

1. 货币政策对股市的影响

货币政策是政府调控宏观经济的基本手段之一。宽松的货币政策会扩大社会上货币供给总量，对经济发展和证券市场交易有着积极影响。但是货币供应太多又会引起通货膨胀，使企业发展受到影响，实际投资收益率下降。紧缩的货币政策则相反，它会减少社会上货币供给总量，不利于经济发展，不利于证券市场的活跃和发展。另外，货币政策对人们的心理影响也非常大，这种影响对股市的涨跌又将产生极大的推动作用。

2. 财政政策对股市的影响

财政政策是国家为实现其职能的需要对一部分社会产品进行的分配活动，它体现着国家与其有关各方面发生的经济关系。财政规模和采取的财政方针对股市有着直接影响。如果财政规模扩大，只要国家采取积极的财政方针，股价就会上涨；相反，国家财政规模缩小，或者显示将要紧缩财政的预兆，则投资者会预测未来景气不好而减少投资，因而股价就会下跌。虽然股价反应的程度会依当时的股价水准而有所不同，但投资者可根据财政规模的增减来作为辨认股价转变的根据之一。

财政投资的重点，对企业业绩的好坏也有很大影响。因此，每个投资者应了解财政实施的重点。股价发生变化的时点，通常在政府的预算原则和重点施政还未发表前，或者是在预算公布之后的初始阶段。因此，投资者对国家财政政策的变化也必须给以密切的关注，关心财政政策变动的初始阶段，适时做出买入或卖出的决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

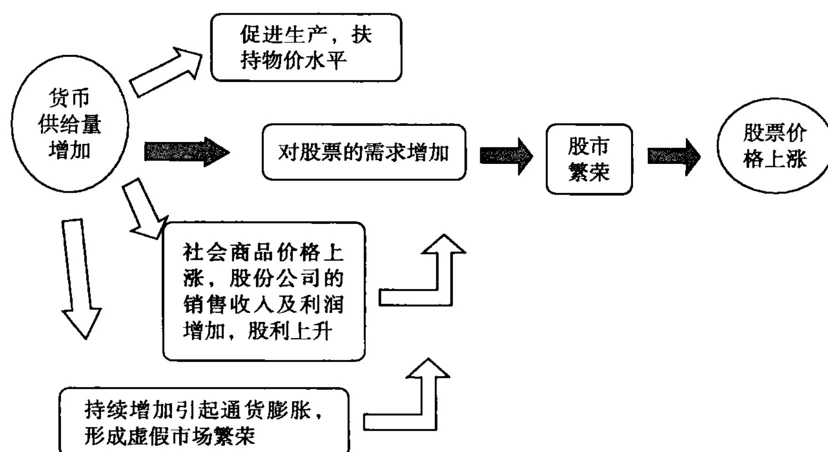


图 5–3　货币政策对股市的影响

四、汇率变动对股市的巨大影响



汇率水平是一国宏观经济基本面的反映，而股票市场最能敏感地反映股民与一国综合经济因素之间的信心关系。

1987 年美国股票价格暴跌风潮的形成很大程度上是受外汇行情的影响。在当年全球股票价格暴跌风潮来临之前，美国突然公布预算赤字和外贸赤字，并声称要继续调整美元汇率，导致了人们普遍对美国经济和世界经济前景产生了恐慌心理。

投资者需要记住的是，不能基于任何迷信的原因，比如看到某个股票的主力资金是如何的强大或是技术图形是如何的完美，都不应该忽视经济规律。

2004 年，巴菲特在致股东的信里说："截止到 2003 年年底，伯克希尔公司共持有的外汇部分达到了 214 亿美元，投资组合分散到了 12 种外币上。在 2003 年，我说过类似这样的投资还是头一次，在 2002 年以前，伯克希尔和我都没有买卖过外汇。"

汇率水平是一国宏观经济基本面的反映，而股票市场最能敏感地反映股民与一国综合经济因素之间的信心关系。具体来说，汇率变动对股市的影响主要体现在三个方面：

首先，汇率变动可以改善或限制上市公司的进出口状况，从而影响上市公司的经营业绩和二级市场公司股价的变化，尤其是进出口量大的外贸企业，受其影响更大。

其次，汇率变动对国内经济的影响集中体现在物价上，并通过物价、国民收入间接影响国内股市。本币汇率下跌，刺激出口，削弱进口产品的购买力，增加国民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入，物价水平上涨，诱导盈余资金流入股市；反之亦然。

最后，汇率剧烈变动还可以通过资本流动来影响股票价格。一国货币大幅度贬值，意味着投资者在该国的投资预期收益会面临高额的汇兑损失，投资者如果对该国经济前景失去信心，就会抽逃资金规避风险，从而带动其他资金出逃，致使股价下跌；同时，为避免本国货币大幅度贬值，该国政府可能需要提高利率，以留住外资支撑本币汇率。这样一来，公司经营成本会上升，利润就会减少，上市公司股票价格就会下跌。反之，如果高估本国货币的价值，提高本币的对外汇率，可以减少上市公司的生产成本，增加利润，上市公司股价就会上涨；同时也可以较低的价格购买国外企业，加速对外投资，这样上市公司资产价值提高，可以吸引更多的国际投资者购买该国公司股票，促使公司股价提高。

在当代国际贸易迅速发展的潮流中，汇率对一个国家的经济的影响越来越大。任何一国的经济在不同程度上都受到汇率变动的影响。随着我国的对外开放不断深入以及世界贸易的开放程度的不断提高，我国股市受汇率的影响也会越来越显著。

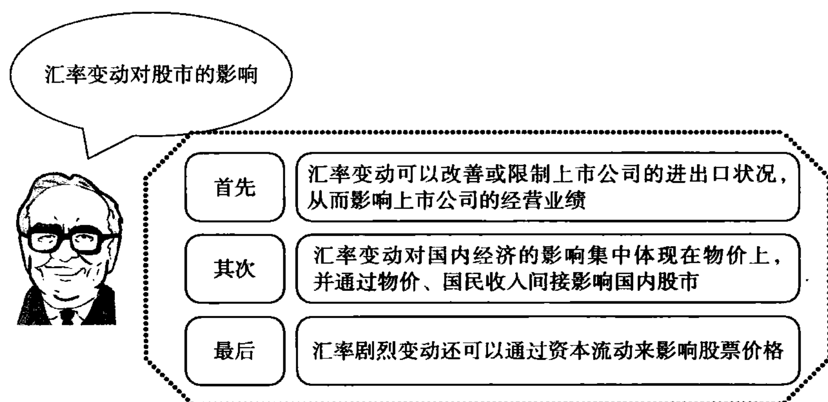


图 5-4 汇率变动对股市的影响

五、根据经济循环周期来进行股票投资



宏观经济周期的变动是影响股价变动的最重要的市场因素之一，它对企业营运及股价的影响是投资者不能忽视的。

一般情况是企业收益有希望增加或由于企业扩大规模而出现希望增资的景气的时期，资金会大量流入股市。但有时却出现了萧条时期资金不是从股市流走，而是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流进股市的情况，尤其在此期间，政府为了促进景气而扩大财政支付，公司则因为设备过剩，不会进行新的投资，因而拥有大量的闲置货币资本，一旦这些带有一定的投机性资本流入股市，则股市的买卖和价格上升就会与企业收益无关。应考虑到各类股票本身的特性，以便在不同的市况下做出具体选择才是投资者的明智选择。

巴菲特说过："在经济上，经济周期的变化非常重要，并且全球经济越来越表现出较强的联动性，如这次金融危机，几乎全球所有的国家都不可避免；货币政策对企业和股市的影响也很大……"

宏观经济周期的变动，或称作景气的变动，是影响股价变动的最重要的市场因素之一。它对企业营运及股价的影响极大，是股市的大行情。因此经济周期与股价的关联性是投资者不能忽视的。

从历史上出现的经济周期的结果来看，股价在一定的经济周期都有不同的表现形式。衰退、危机、复苏和繁荣形成了经济周期的四个阶段，一般来说，在经济衰退时期，股票价格会逐渐下跌；到危机时期，股价跌至最低点；而经济复苏开始时，股价又会逐步上升；到繁荣时，股价则上涨至最高点。这种变动的具体原因是，当经济开始衰退之后，企业的产量会随产品滞销、利润相应减少而减少，势必导致股息、红利也不断减少，持股的股东因股票收益不佳而纷纷抛售，使股票价格下跌。当经济衰退已经达到经济危机时，整个经济生活处于瘫痪状况，大量的企业倒闭，股票持有者由于对形势持悲观态度而纷纷卖出手中的股票，从而使整个股市价格大跌，市场处于萧条和混乱之中。经济周期经过最低谷之后又出现缓慢复苏的势头，即随着经济结构的调整，商品开始有一定的销售量，企业又能开始给股东分发一些股息红利，股东慢慢觉得持股有利可图，于是纷纷购买，使股价缓缓回升。当经济由复苏达到繁荣阶段时，企业的商品生产能力与产量大增，商品销售状况良好，企业开始大量赢利，股票价格股息、红利相应增多上涨至最高点。

应当看到，经济周期影响股价变动，但两者的变动周期又不是完全同步的。通常的情况是，不管在经济周期的哪一阶段，股价变动总是比实际的经济周期变动要领先一步。即在衰退以前，股价已开始下跌，而在复苏之前，股价已经回升；经济周期未步入高峰阶段时，股价已经见顶；经济仍处于衰退期间，股市已开始从谷底回升。这是因为股市股价的涨落包含着投资者对经济走势的预期和投资者的心理反应等因素。

根据经济循环周期来选择股票投资的策略：衰退期的投资策略以保本为主，投资者在此阶段多采取持有现金（储蓄存款）和短期存款证券等形式，避免衰退期的投资损失，以待经济复苏时再适时进入股市；而在经济繁荣期，大部分产业及公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营状况改善和赢利增加时，即使是不懂股市分析而盲目跟进的散户，往往也能从股票投资中赚钱。

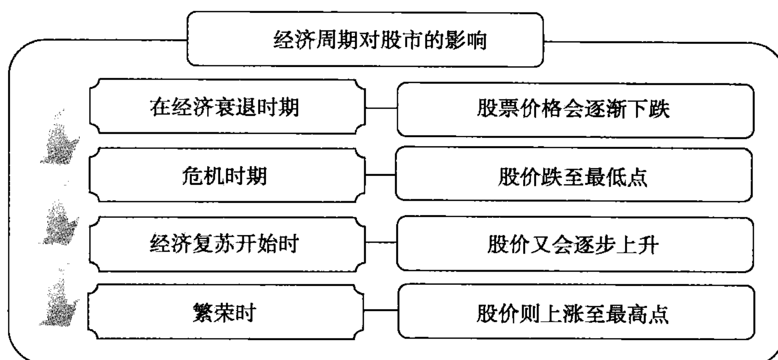


图 5-5 经济周期对股市的影响

六、不能投资那些快要没落的"夕阳"行业



投资者在选择股票时，不能被眼前的景象所迷惑，要通过分析和判断企业所属的行业处于哪一时期来决定股票的购买。

投资者在考虑新投资时，不能投资那些快要没落和淘汰的"夕阳"行业。投资者在选择股票时，不能被眼前的景象所迷惑，要通过分析和判断企业所属的行业处于哪一时期来决定股票的购买。

1991 年，巴菲特在致股东的信里写道："几年前几乎没有人，包括银行、股东与证券分析师在内，会不看好媒体事业的发展。事实上，报纸、电视与杂志等媒体的行为越来越超越作为特许行业所应该做的事。"

众所周知，巴菲特在行业选择上偏向于两类行业。一类是传播行业，另一类就是大众消费品行业。在 1990 年的投资报告中，巴菲特曾表示媒体事业的获利能力在衰退，这主要是因为该行业的行业景气指数在下降。但是到了 1991 年，情况却发生了转变，由于零售业形态开始转变，此外，广告和娱乐事业的多元化，曾经一度风光的传媒行业的竞争力受到了严重的侵蚀。

巴菲特认为，股价波动与行业有关。即有些行业的股票是属于投资型的，它的股价波动较小，适合长期投资；有些行业的股票是属于投机性的，它的股价波动较大，适合短期投机。此外，还有稳定性行业和周期性行业之别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稳定性行业和周期性行业的发展轨迹不同，在股价波动方面的表现也大不一样。例如，食品、饮料、药品等行业是最典型的稳定性行业，它们不会因为经济形势大好或经济萧条而发生剧烈变化。如药品，不会因为经济形势好病人就每天多吃一粒药，或者因为经济萧条每天少吃一粒药。它的业绩增长比较稳定，股价波动也不是最大。

周期性行业在这方面就截然不同。如钢铁、水泥、石化、汽车、银行等行业就受宏观经济形势影响很大，中国受宏观调控影响很大，股价变动剧烈，市盈率忽高忽低，最容易让那些以市盈率、净资产来衡量是否值得投资的投资者上当受骗。

从美国道琼斯工业指数中也容易看出，美国的“大牛股”绝大多数出现在制造业、服务业、采掘业三大行业。伯克希尔公司的主要投资项目可口可乐公司、吉列公司等都属于制造业，保险公司、银行业等就属于服务业，埃克森石油公司等属于采掘业。

相反，公用事业类股票中就不容易出“大牛股”。荷兰股市的发展已有 200 年历史，从来没有一家公用事业股成为“大牛股”的。煤气、地铁、高速公路、隧道、电力、桥梁等这些行业虽然具有垄断性，可是价格收费却要受政府管制。此外，由于投资非常庞大，负债率极高，因此不可能获利过多。

在制造业中，只要你的产品适销对路，就可能在全球销售，典型的产品就是可口可乐。从理论上看，这类产品的规模、销售、利润可以无限扩张，从而带动它的内在价值不断升高，给投资者带来丰厚的获利回报。

不过要注意的是，无论哪个行业中都有表现突出和表现非常糟糕的个股，这是在确定具体个股投资时要考虑的地方。

巴菲特认为，股价波动和具体股票所在的行业有关。行业不同，股价波动规律也不一样，但这不是绝对的。从他的投资习惯看，首先是选择行业，然后才是在这个行业中选择符合自己特定要求的个股。

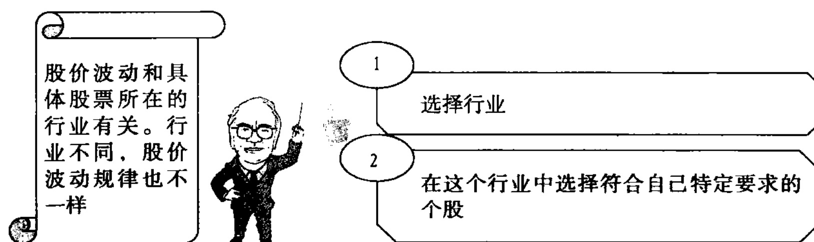


图 5-6　先选择行业，再选择股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

七、管理人可以“变质”，行业不容易变相



股票市场是非理性的，所以在买入股票时要非常注重公司是否具有差异化竞争优势。

投资成绩是由未来公司发展的潜力决定的，所以巴菲特认为，行业的性质比管理人素质更重要。毕竟，人心莫测，管理人可以“变质”，但整体行业情形一般不会那么容易改变。巴菲特成功的奥秘在于会把钱投在最有效率的公司身上。

巴菲特说：“发现一家好公司与赚钱之间有很大的差别。”巴菲特认为，股票市场是非理性的，所以在买入股票时要非常注重公司是否具有差异化竞争优势。他认为，非常难以模仿的产业竞争优势，再加上该公司管理层在业务经营和资本配置方面拥有的高超技巧，这样的上市公司最值得理性投资者投资。

政府雇员保险公司是美国第七大汽车保险商，主要为政府雇员、军人等成熟稳重而又谨慎的顾客提供汽车、住房、财产保险服务。几十年来，该公司在汽车保险业务方面声名鹊起，赢得了大批忠诚客户。

巴菲特投资这家公司，主要是看中两点：一是它的良好信誉，尤其是那些安全驾驶的司机在这里投保能够得到低成本、高质量的服务，所以再保险率非常高；二是这家公司的销售方式比较特别，能够大大降低销售成本——其他保险公司都是通过代理商卖保险，为此不得不付出 10%~20%的保险代理费，而它主要采取直销方式，把保险单直接寄到司机家里，这样既能加强与客户之间的直接联系，又能节省不菲的销售费用。

政府雇员保险公司创建于 1936 年，20 世纪 60 年代取得蓬勃发展，可是 1974 年出现了首次亏损，亏损额为 600 万美元；随之而来的 1975 年亏损额高达 1 亿美元，迫使公司出现了严重的财务危机，甚至到了破产边缘。

巴菲特历来不相信“咸鱼”也会翻身，可是他 1976 年拜访了政府雇员保险公司的管理层后认为，这家公司应当除外。在此以前，他曾经或直接或间接地接触了几十个产业中的几百家“咸鱼”公司，从多方面考察它们经营业绩的发展变化。

他发现，政府雇员保险公司虽然出现了严重的财务危机，可是并没有从根本上动摇它的竞争优势。所以巴菲特相信，它和 1964 年发生“色拉油丑闻事件”的美国运通公司一样，都只是出现了暂时的财政危机。如果在这个时候进行投资，将来一定会有丰厚的回报。

伯克希尔公司 1976 年投资 410 万美元，买入政府雇员保险公司 130 万股股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来，政府雇员保险公司发行了7600万美元的可转换优先股，伯克希尔公司购买了其中的1969953股，相当于其发行总量的25%，投资额1941.7万美元。紧接着，又在1980年投资1890万美元买入147万股股票。

到1980年末，伯克希尔公司就完成了对政府雇员保险公司的收购任务，共持有该公司股票720万股，买入总成本上千万美元。而这时候，伯克希尔公司所拥有的这些股票市值已经上升到1亿美元，相当于股价已经上涨了1倍以上。

请特别关注巴菲特选择这些股票的理由：过去令人吃惊的低成本运作竞争优势依然保存完好；1976年上任的新总裁领导的确实是一个卓越的公司管理层。两者结合，这样的公司必定会死而复生。

果然，通过大力提供低成本保险服务，千方百计增收节支，仅仅一年后的1977年，政府雇员保险公司就赢利5860万美元。巴菲特对这项投资非常满意。

八、赢利才是硬道理



我想买入企业的标准之一是有持续稳定的赢利能力。

上市公司当期赢利质量的高低水平与公司经济价值的变动方向不一定是正相关的关系。公司当期的赢利质量可能比较高，但它的经济价值却正在下降；相反，公司当期的赢利质量可能比较低，但它的经济价值却正在上升。提前发现上市公司赢利质量的变化，对于控制投资风险是至关重要的。

巴菲特说："我想买入企业的标准之一是有持续稳定的赢利能力。"

公司赢利能力最终体现为股东创造的价值，而股东价值的增长最终体现在股票市值的增长上。巴菲特在分析企业赢利能力时，是以长期投资的眼光来作为分析基础的，他强调说："我所看重的是公司的赢利能力，这种赢利能力是我所了解并认为可以保持的。"

巴菲特所选择的公司，它的产品赢利能力在所有上市公司中并不是最高的，但是，它们的产品赢利能力往往是所处行业的竞争对手们可望而不可即的。

巴菲特不太看重一年的业绩高低，而更关心四五年的长期平均业绩高低，他认为这些长期平均业绩指标更加真实地反映了公司真正的赢利能力。因为，公司赢利并不是像行星围绕太阳运行的时间那样一成不变的，总是在不断波动的。

在赢利能力分析中，巴菲特主要关注三个方面：

（1）公司产品赢利能力。巴菲特主要分析公司产品销售利润率是否明显高于同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业竞争对手，简单地说，就是公司的产品比竞争对手的更赚钱。

（2）公司权益资本赢利能力。巴菲特主要分析公司用股东投入的每一元资本赚了多少净利润，即我们经常说的净资产收益率，巴菲特非常关注公司为股东赚钱的能力是否比竞争对手更高。

（3）公司留存收益赢利能力。这是管理层利用未向股东分配的利润进行投资的回报，代表了管理层运用新增资本实现价值增长的能力。对每 1 美元的留存收益，公司应该转化成至少 1 美元的股票市值增长，才能让股东从股市上赚到与未分配利润相当的钱。

公司产品的赢利能力主要体现在公司的销售利润率上。如果管理者无法把销售收入变成销售利润，那么企业生产的产品就没有创造任何价值。

由于巴菲特所投资的公司是那些业务长期稳定的公司，所以这些公司利润率的高低在很大程度上取决于公司的成本管理。巴菲特多年的投资经验表明，成本管理存在马太效应，高成本运营的管理者趋向于不断寻找办法增加成本，而低成本经营的管理者却总在寻找办法降低成本。

巴菲特讨厌那些允许成本日益增长的管理者。每当一家公司宣布削减成本时，巴菲特就知道这些公司并非真正懂得如何降低成本。巴菲特感叹道：“每次我看到某家公司的削减成本计划时，我就会想到这家公司根本不知道什么是真正的成本。那种想在短时间内毕其功于一役的做法在削减成本领域是不会有效的。”

巴菲特认为，衡量一家公司赢利能力的最佳指标是股东收益率。高水平的权益投资收益率必然会导致公司股东权益的高速增长，相应导致公司内在价值及股价的稳定增长。长期投资于具有高水平权益投资收益率的优秀公司，这正是巴菲特获得巨大投资成功的重要秘诀之一。

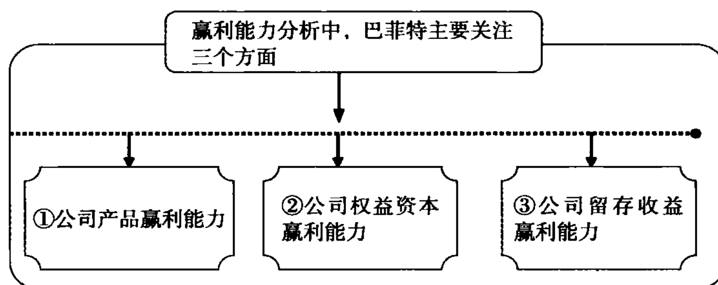


图 5-7 赢利能力分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九、要拥有企业中的“天然钻石”



如果你拥有的是企业中的“天然钻石”，无论股票价格如何波动，长期而言，这类优良企业的价值必定会继续以稳定的速度成长。

在投资过程中，投资者要重视具有高成长性的股票。成长股并不是一成不变的，投资者要根据实际情况更换成长股。

1994 年，巴菲特在致股东的信里写道：“如果你拥有的是企业中的‘天然钻石’，无论股票价格如何波动，无论波动的幅度多大，无论经济景气的循环如何上上下下，长期而言，这类优良企业的价值必定会继续以稳定的速度成长。”

巴菲特认为，投资者在选择股票投资时，一定要尽量发掘具有高成长性的股票。一般来说，高成长性的公司赢利增长迅速，扩张性极强。投资这类股票往往可以将你的选股风险化为无形，保证投资者获得超额的利润。

美国的“成长投资理论之父”费舍特别崇尚成长股，在他的代表作《怎样选择成长股》中，费舍开宗明义地指出：投资者不论出于何种原因，通过什么方法，当他购买股票时，目标只有一个，寻找成长股。

按照他的解释，假如你用 800 万美元买下市场价值为 1000 万美元的公司股票，如果你以当时的市场价格出售，那么，你将获利丰厚。但是，如果公司的经营状况很差，并且你在 10 年后才出售，那么，你的收益可能在平均水平以下。

一般来说，具有高成长性的企业，通常具有三个方面的特点：

（1）公司的产品或所提供的服务要具有广阔的发展前景。任何一个行业都有一个从成长到衰退的过程，必须抓住当前正处于成长性的行业。进入 21 世纪，国内的生物工程、电子仪器以及有关高科技产业均属于成长性行业。政府的扶持会使某个行业和地域的企业快速成长。国家扶持企业的措施有多种，如各项税收、物价、银行信贷的优惠政策，赋予直接融资功能，优良资产的注入等。

（2）公司有值得投资的利润回报率。从投资者的立场来看，销售只有在增加利润时，才有投资价值。如果一个公司多年的销售增长没有带来相应的利润增长，那么该公司就不是最佳的投资对象。考察利润的第一步是分析测算公司的利润率。投资者可以测算每一元钱的销售能够实现多少经营利润。进行这样的测算，必须以连续多年的数据为基础，不能只考察一个年度。一般而言，那些多年来利润较高的公司，其利润总额也较大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）企业在新基础上运营，原料市场和产品市场无重大变故。新项目运营的提前发现，可以使投资者及时发现企业的利润增长点，进而使股票投资在较短的时间内获得较大的收益。国内“深科技”新项目的投产使其利润大增就是明显的例子。原料市场的变化使轮胎得以降低单位产品原材料成本，经济效益大幅度提高，而产品市场的变动给企业成长带来的推动作用更是不可低估。中国加入世界贸易组织会促进我国产业优势明显的纺织业、轻工业企业的发展，同时给金融、外贸、港口、仓储业带来难得的机遇。

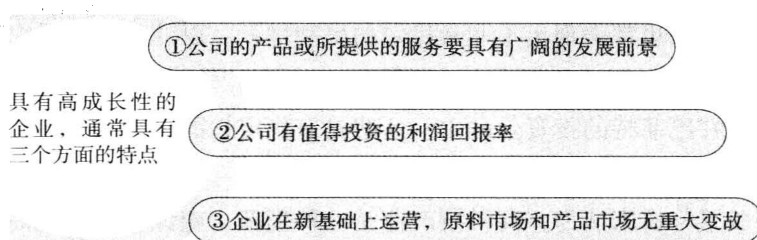


图 5-8　高成长性企业的特点

十、理性评估才能够找到最佳的投资机会



投资者想要获得丰厚的回报，就应该对企业的赢利水平进行理性分析，不要把自己对这个行业的喜好或者厌恶夹杂在分析过程中。

投资者想要获得丰厚的回报，就应该对企业的赢利水平进行理性分析，不要把自己对这个行业的喜好或者厌恶夹杂在分析过程中。只有理性的评估，投资者才能得到企业真实的内在价值，才能够找到最佳的投资机会。

1995 年，巴菲特在致股东的信里写道：“这实在是天价，不过它让我们可以100%拥有一家深具成长潜力的企业，且其竞争优势从 1951 年到现在一直都维持不变。”

巴菲特认为，投资者在购买股票时，一定要对企业的赢利水平进行评估。只有正确评估企业未来的赢利水平，才能够确定股票的内在价值是多少。只有了解股票的内在价值，投资者才可以确定在什么时候购买股票是划算的。

公司股票的内在价值实质上就是公司未来 5 年或者 10 年内的利润通过一定的利率折现后得到的数额。虽然说起来很简单，但实际操作却非常困难。因为公司的赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利水平通常会受到很多因素的影响，所以几乎没有人可以准确预测出公司未来 5 年或者 10 年的赢利水平。巴菲特认为，正因为未来充满了无限不确定性，为了降低投资的风险，投资者最好选择那些具有稳定性发展的公司。

巴菲特认为，在评估公司的内在价值时，稳定性是一个非常重要的因素。如果一家公司的历史经营业绩很不稳定，那么它未来的发展也可能会很不稳定。如果公司未来的经营业绩不稳定，那么投资的风险就会很高，它的价值就不会像目前可预测到的赢利那么高。巴菲特在选择投资公司时，通常会选择那些具有稳定性发展的公司，像美国运通公司、华盛顿邮报、吉列、可口可乐等。这些公司在其发展的历程中大多数年头里都表现出了非常稳定的赢利增长，巴菲特可以对它们的未来做出迅速合理的预测，所以巴菲特才选择投资这些公司。事实证明，巴菲特的投资眼光是没错的。在巴菲特的投资生涯中，这些具有稳定性的公司为巴菲特赚取了丰厚的利润。

有些股票分析家认为，高科技产业是一种创新，应该被给予较高的待遇。但巴菲特认为，人们对行业的期待没有任何价值。无论是什么产业，评估的标准都应该是统一的。所有的资产都应当被同样地估价，从饮料制造商到手机生产商，在评估时都应该被统一对待。无论什么产业，最终都会通过把销售转化为赢利以及赢利增长率来判断，高科技产业也应该用和其他行业一样的标准来定价。所有企业的内在价值都应该取决于企业未来预期收益的折现值，而不应该根据人们对行业的期待而高估或低估企业的价值。

巴菲特认为，股票的安全边际是非常重要的。因为投资者投资的目标就是通过低于内在价值的价格购买股票从中获利的，所以投资者一定要认真分析股票的安全边际。此外，一旦发现了一家符合标准的公司，投资者就应当购买尽可能多的股票，然后长期持有，慢慢等待丰厚的回报。当然在这期间，你要有足够的定力，抵制外界一切可能使你背离的诱惑。

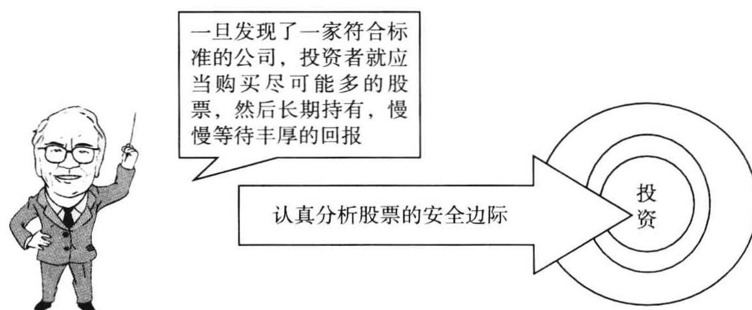


图 5–9　理性评估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十一、偏爱具有持续竞争优势并且由有才能的人所经营的优秀企业



一家公司想要具有良好的发展前景，就一定要具有持续的竞争优势，而持续的竞争优势主要体现在顾客对产品的满意度上。

优秀的股票都是相似的：具有持续竞争优势和优秀的管理层。不管哪一个公司，只要具备这两点优势，投资者就可以进行投资。一般来说，投资的风险很小，而且投资的回报率很高。

1994 年，巴菲特在致股东的信里写道：“我们的投资组合持续保持集中、简单的风格，真正重要的投资概念通常可以用简单的话语来做说明，我们偏爱具有持续竞争优势并且由才能兼备、以股东利益为导向的经理人所经营的优秀企业。只要它们确实拥有这些特质，而且我们也能够以合理的价格买进，那么投资出错的几率可说是微乎其微。”

投资者要投资公司必然选择优秀的公司，这毋庸置疑。但是优秀的标准是什么，很多人持有不同的观点。在巴菲特看来，优秀的公司都是相似的，而它们共有的特征就是公司都具有持续的竞争优势和优秀的管理层。

巴菲特认为，一家公司想要具有良好的发展前景，就一定要具有持续的竞争优势，而持续的竞争优势主要体现在顾客对产品的满意度上。就像可口可乐公司，几十年里销售的产品几乎一样，在可乐的行业中具有非常高的满意度。在巴菲特看来，如果一家公司经常改变自己的经营产业，那么这家公司很难具有持续的竞争优势。一方面，频繁地改变经营方向，就很容易在重大决策上失误，一旦失误，就会给公司造成巨大的创伤；另一方面，频繁地改变经营方向，公司就比其他先进入该行业的公司起点晚。如果想要超越同类型产品成为该行业主导地位，那么公司需要付出更多的努力，而且努力了也不一定就会成功，因为其他同行也会努力避免被超越。例如，成功的餐厅都有自己的特色，如便利的快餐店、优雅的西餐厅、特别的东方食物等。这些特色可以吸引爱好该特色的潜在客户群，如果餐厅的服务、菜色和价格都非常好，顾客就会从心里认可这种特色，然后不断地登门用餐，甚至还会为餐厅免费宣传。但有的餐厅不明白这个道理，经常改变自己的特色，一会儿是法国美食，一会又是四川菜馆，最终会竹篮打水一场空，既失去了原有的老顾客，也没有招揽到新顾客，很快就在餐饮业中跌得粉身碎骨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优秀的管理层对公司的发展至关重要。在巴菲特的投资生涯中，他非常注重公司管理层的素质。如果公司的管理层足够优秀，哪怕对方提出的价格稍微高了点，只要管理层愿意留下来继续工作，巴菲特也会愿意收购。如果公司的管理层不愿意留下来继续工作，通常巴菲特就会放弃这项收购。在伯克希尔下属的子公司中，有很多非常优秀的经理人。巴菲特常说，正因为有这些优秀的经理人存在，公司的业绩才会如此出色。

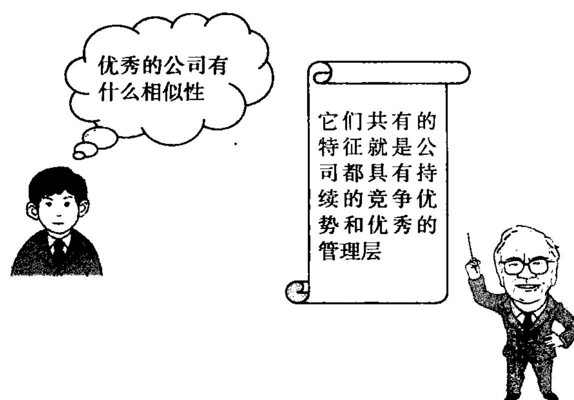


图 5-10 优秀的公司有相似性

十二、企业的赢利水平和 GDP 的增长率有关联



投资者在选择投资企业时，可以把当期 GDP 当做衡量企业正常赢利水平的风向标。

投资者在选择投资企业时，可以把当期 GDP 当做衡量企业正常赢利水平的风向标。一般来说，GDP 增长，企业正常赢利水平也会增长；GDP 减少，企业正常赢利水平也会减少。通过分析企业的正常赢利水平，我们可以得到更确切、更真实的企业经营能力。

1999 年，巴菲特在致股东的信里写道：“在我们看来，企业的赢利水平，和一个国家的国内生产总值（GDP）的增长率有一些关联。据我们估计，目前 GDP 的年增率大约为 3%，另外还有预计 2%的通货膨胀率。虽然我和查理无法保证这 2%是否确切，但这是市场上大多数人都认可的。”

企业的赢利水平决定于企业的经营状况，这毋庸置疑。比较有趣的现象是，企业的正常赢利水平和 GDP 有一些关联。通常来说，企业的正常赢利水平和 GDP 的增长率是相应的。如果 GDP 增长，企业的平均赢利水平也会增长，而且增长的幅度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和 GDP 的幅度比较接近。因此，巴菲特认为，投资者在选择投资企业时，应该关注一下 GDP 的增长指标。

我们从中国的 GDP 和中国世界 500 强企业的数量就能发现 GDP 和企业发展的关系。

1990 年，中国 GDP 为 4100 亿美元，位居世界第 11 位；1998 年，中国 GDP 为 9100 亿美元，位居世界第 7 位；2006 年，中国 GDP 为 27500 亿美元，位列世界第 4 位；2007 年中国 GDP 为 30100 亿美元，位居世界第 4 位；2008 年中国 GDP 为 42220 亿美元，位居世界第 3 位。而中国企业在世界 500 强中的变化是这样的：1989 年，中国银行登上世界 500 强企业排行榜，这是中国产生的第一家世界 500 强企业。1999 年增加到 8 家，2000 年度 9 家，2003 年度 11 家，2004 年增加到 16 家，2005 年增加到 18 家，2006 年增加到 23 家，2007 年增加到 30 家，2008 年增加到 35 家。从第 1 家到第 8 家中间经历了漫长的 10 年，平均每年增长 0.8 家；而从 8 家到第 35 家只用了 9 年，平均每年增长 3 家。而 2006~2007 年增长的幅度最大，也就体现出中国企业在近几年的发展比较迅猛。分析上面的数据，我们可以看到，中国世界 500 强企业的增长数量与中国 GDP 的增长刚好成正比。中国世界 500 强企业数量在世界的排位与 GDP 的排位也基本一致。当中国 GDP 跃居世界第 3 位的时候，中国世界 500 强企业数量也达到了世界第 3 位。

巴菲特认为，既然 GDP 和企业的正常赢利水平相关，那么投资者在考虑投资企业时，一定要先关注一下 GDP 的增长速度。1999 年，美国整个金融市场都在讨论高科技股。一些金融专家或者股票分析师认为，高科技是创新的产品。只要是新的东西，就一定有很广阔的发展前景，应该受到投资者的热捧。但巴菲特的态度截然相反，巴菲特认为，既然美国的整体经济水平并没有因为高科技产业的问世而突飞猛进，那么投资者就应该像对待其他行业一样对待高科技产业，不应该把个人对高科技的期待掺杂到投资评估的过程中。任何企业的股票都应该与其赢利水平相符。

表 5-1 稳定增长的公司

年份	每股赢利	增长率（%）
2000	11.50	13
2001	13.00	13
2002	14.69	13
2003	16.60	13
2004	18.76	13
2005	21.20	13
2006	23.95	13
2007	27.07	13
2008	30.59	13
2009	34.56	13

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

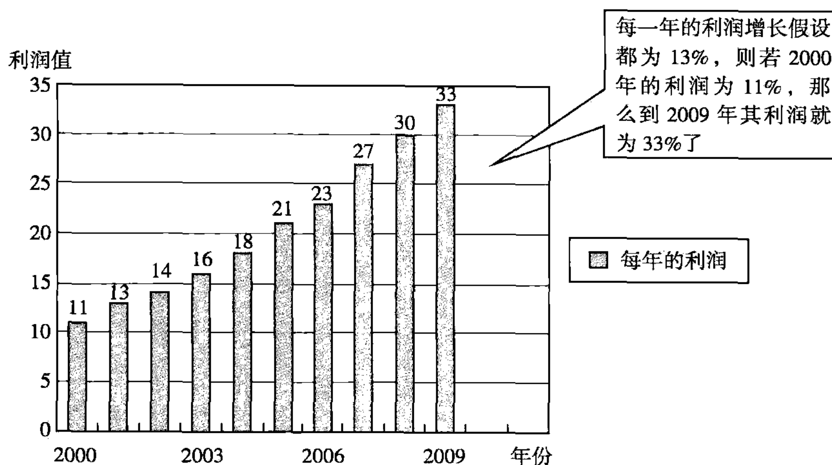


图 5-11　利润增长

十三、关注企业的升级计划及核心业务的强大



选择企业时应关注企业现在的业务经营状况、企业的升级计划以及核心业务的逐步强大。

有些投资者在寻找投资目标时，通常只关注股价是否便宜。巴菲特告诉我们，选择企业时应关注企业现在的业务经营状况、企业的升级计划以及核心业务的逐步强大。这样的公司在市场上才具备成长的必要条件。在市场上寻找这样非同一般的好公司并用合理的价格买入要比用较高的价格买来一般公司明智得多。

巴菲特说："对于投资者来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定任何所选择的一家企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。"

现代社会是一个竞争的社会，在市场经济中，上市公司同样要在市场竞争中求生存，谋发展。其中有一些公司，凭着自身规模大、实力强、竞争能力优异，利用收买兼并及其他手段，形成了市场上的优越地位。

上市公司竞争能力的强弱与其业务经营情况具有密切的关系。上市公司的竞争能力往往表现为具有规模优势、产品质量好、经营效率高、技术有创新、熟悉市场情况、注意产品需求动态、营销技巧高明等。投资者投资具有竞争优势的公司自然有很好的回报。上市公司在同业中的竞争地位强弱，评定的标准有三个方面：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 考察年销售额或年收入额

上市公司年销售额的大小是衡量一个公司在同行业中相对竞争地位高低的一个重要标准，用公司销售额在全行业销售额中的比重来表示，更能反映这种情况。在同行业的激烈竞争中，占总销售额比重较大的公司，一定是竞争能力强大的公司。公司的赢利主要来自销售收入，收入越大，利润越多。所以投资者首先应该选择的是行业中领先的上市公司。

2. 考察销售额或收入额的增长

投资者理想的投资对象，不限于著名的上市公司，还有那些既有相当规模，其销售额又能迅速增长的上市公司，因为能迅速扩张比规模宏大更为重要。高增长的销售额往往带来高增长利润额，由此使公司的股价不断提高，股息不断增加，达到投资者进行股票投资的预期利益。

3. 考察销售额的稳定性

在正常情况下，稳定的销售收入随之而来的是比较稳定的赢利，如果销售收入时多时少，变动太大，既给上市公司的经营管理带来很大的不利，也使付给股东的股息以及红利有无、高低不确定性增加，因此投资者在选择中应充分注意公司的增长稳定性。

巴菲特将竞争优势壁垒比喻为保护企业经济城堡的护城河，强大的竞争优势如同宽大的护城河保护着企业的超额赢利能力，并且在市场经济的竞争规律下，优胜劣汰是存活于市场的法则。一旦选择了没有竞争优势的企业，随着时间的推移，它们必然会萎缩乃至消亡，只有确立了竞争优势，并且能够不断地通过技术更新、开发新产品等各种措施来保持这种优势，公司才能长期存在，公司的股票才具有长期投资价值。

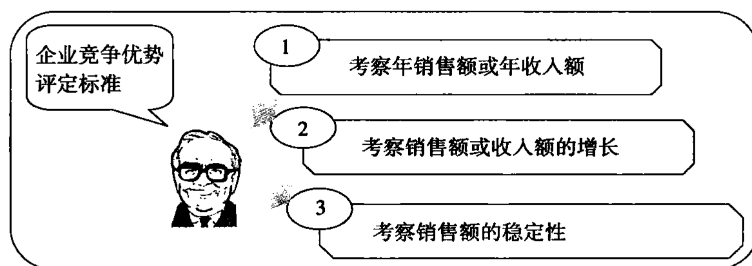


图 5-12 企业竞争优势评定标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十四、业绩稳是选择股票的第一法则



投资者在观察企业的经营业绩时，要把企业的经营业绩与同行的经营业绩进行对比，这样才能够真正了解企业的经营业绩到底好不好。

投资者一定要重视企业的经营业绩。但是在观察企业的经营业绩时，一定要把企业的经营业绩与同行的经营业绩进行对比，这样才能够真正了解企业的经营业绩到底好不好。

1987 年，巴菲特在致股东的信里写道："糖果店是个非常有趣的地方，但对大部分糖果店老板来说现在并没有那么有趣了。据我们了解，这几年似乎只有时思糖果店在赚大钱，而其他糖果店都是惨淡经营。所以我们敢肯定的是，时思糖果店并不是搭着行业的顺风车，它的表现是非常稳定的。"

巴菲特认为，企业的经营业绩通常是衡量企业是否优秀的重要指标。但如果一家企业当年的业绩比上年高 50%，这并不代表着这家企业就是个优秀的企业。从长期发展来看，企业的业绩最好稳稳当当地增加，哪怕增长得慢些也要增长得稳些。

1987 年，巴菲特在致股东的信里说道，时思糖果公司就是这样的公司。自从伯克希尔公司收购时思糖果公司以来，该公司的业绩增长一直非常稳定，1987 年就创下了 2500 万英镑的糖果销售业绩，而这已经是连续两年单店平均营业额维持不变了。一般人如果看到这样的公司业绩，就会觉得这家公司也没什么优秀的地方，营业额并没有提高，只是维持在过去的水平而已。但是，时思糖果公司得到这样的业绩是非常不容易的。在时思糖果公司维持去年的经营业绩的同时，其他糖果公司的经营业绩都在连续下跌，而且下跌幅度都很大。很多糖果公司都亏损了，而时思糖果店还在以正常的水平赢利，这是多么不可思议的一件事情。

那么时思糖果店是如何突破行业萧条保持如此良好势头的呢？一般来说，糖果店的经营利润中有 85%的都是 12 月份创造的。所以，糖果店的经营重点就是在圣诞节前后抢占市场，赢得顾客的青睐。时思糖果公司在这方面做得非常优秀。它每年的花色品种大约保持在 100 种。为了更好地满足市场需求，它们通常会定期增添新口味的糖果、淘汰过时的口味，例如 1987 年就淘汰了 14 种口味。同时，时思糖果公司也非常在乎顾客的感受。1987 年淘汰的 14 种口味中有两种被顾客念念不忘，顾客甚至写信抱怨。面对顾客的抱怨，时思糖果店认真对待，化险为夷，不但对所有客户的来信一一答复，而且还附赠一个特别的小礼物，然后重新恢复生产那两种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口味，最终皆大欢喜。由于行业低迷，原材料成本增加，时思糖果公司为了保持良好的质量又不愿意使用较次的原材料，于是将时思糖果公司的产品价格稍作上涨。虽然如此，依然很受顾客欢迎。除了糖果店经营外，时思糖果公司和内布拉斯加家具店合作，在内布拉斯加家具店进行时思糖果的销售，没想到在内布拉斯加家具店的销量非常喜人。这种创新的经营模式，进一步扩大了时思糖果的市场。价格的上涨抵消了销量的下滑，所以时思糖果公司的经营业绩依然维持原有的水平。



图 5-13　选择业绩稳的企业

十五、具有发展前景的业务是企业的饮水之源



具有发展前景的业务是企业的饮水之源。投资者进行投资时，一定要首先观察企业的业务，然后再考虑其他因素。

企业要发展，业务是根本。具有发展前景的业务是企业的饮水之源。投资者进行投资时，一定要首先观察企业的业务，然后再考虑其他因素。

1989 年，巴菲特在致股东的信里说：“从这里我们又学到了一个教训：只有优秀的马搭配技术高超的骑士才能取得好成绩。如果马不好，再厉害的骑士也没有办法。像伯克希尔纺织公司也是才能兼备的人在管理，但很不幸的是他们面临的是流沙般的困境。如果将这些人放在资质更好一些的公司，我相信他们应该会有更好的表现。”

巴菲特认为，判断一家公司是否优秀，首先要分析的就是公司的业务。只有拥有好的业务，公司才能够有更好的发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多人觉得公司中最重要的就是管理层。他们觉得一家公司只要拥有足够优秀的管理层，就可以转亏为盈，好上加好。以前巴菲特也这么觉得，后来经过伯克希尔纺织公司的教训后，巴菲特开始意识到一家公司最重要的是业务。业务就像赛马场里的马，管理层就像赛马场上的骑士。想要在赛马场上赢得比赛，先决条件是必须有一匹好马。优秀的马配上技术高超的骑士，才能够取得非常优秀的成绩；优秀的马配上技术一般的骑士，也能够取得比较不错的成绩；如果没有一匹好马，再优秀的骑士也无法发挥他们的本领，就像"巧妇无为无米之炊"一样，最终的结果只可能是不仅成绩不好，反而坏了骑士的好名声。

巴菲特生平投资的第一个错误就是买下伯克希尔纺织厂，而巴菲特犯错误的主要原因就是当时巴菲特没有把公司的业务看得很重要。其实当时巴菲特已经觉得纺织业是个高度竞争的行业。即便改进机器会促使商品生产率大幅提升，但好处只会落在客户身上，而厂家捞不到一点好处。在经济繁盛时期，纺织业只能赚取微薄的利润；而在经济衰退期，纺织业就只能够赔钱。虽然巴菲特也任命了非常出色的管理层，可还是回天乏术。最终因为长期亏损，巴菲特不得已关闭了伯克希尔纺织厂。巴菲特后来这么描述他对伯克希尔纺织厂的投资："首先我所犯的第一个错误，当然就是买下 Berk Shire 纺织的控制权，虽然我很清楚纺织这个产业没什么前景，却因为它的价格实在很便宜而受其所引诱。"

巴菲特收购斯科特公司也说明了业务的重要性。1986 年，伯克希尔公司收购斯科特公司时，该公司拥有 22 个不同的业务，主要业务是世界百科全书、科比吸尘器和空气压缩机，当时账面价值为 1.726 亿美元。伯克希尔公司花费了 3.152 亿美元收购了该公司。也就是说伯克希尔公司用 1.426 亿美元的溢价购买了斯科特的业务价值。后来的事实证明巴菲特的眼光没有错。被伯克希尔公司收购后，斯科特公司的经营业绩越来越好，原来就很高的股东权益报酬率又有了新的突破，让伯克希尔公司赚取了丰厚的回报。巴菲特后来非常自豪地说，通过支付这些溢价能够收购到一家业务简单易懂、发展前景良好的公司是非常值得的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

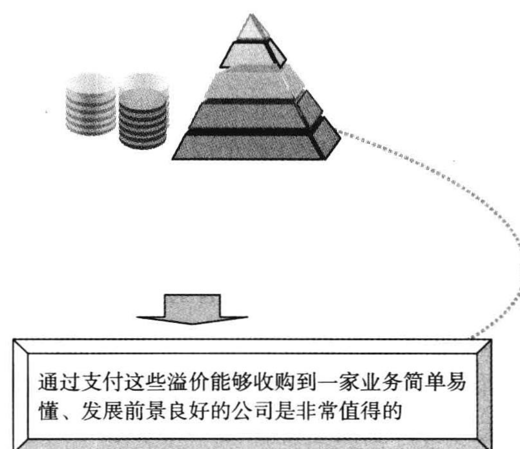


图 5-14　选择具有发展前景的业务的企业

十六、不要超越自己的能力圈边界去投资



投资者只需在你自己的能力圈范围内正确评估几只股票就够了，并不需要成为每个行业都懂的专家。

既然连“股神”巴菲特都无法精通所有行业，那么普通投资者也不必为了自己无法了解所有行业而沮丧。只要我们坚持只在我们的能力圈范围内投资，我们的投资风险就会更小，获得丰厚回报的可能性就更大。

1996 年，巴菲特在致股东的信里说：“投资者真正需要的是有正确评估所投资企业的能力，并不需要成为每个行业都懂的专家。投资者只需在你自己的能力圈范围内正确评估几只股票就够了。每个人的能力圈有大有小，但大小并不重要，重要的是知道自己的能力圈边界在哪里。”

巴菲特认为，对于投资者来说，不了解所有行业的经营状况并不重要，重要的是要了解自己熟悉哪些行业，自己的能力圈有多大。投资者只需在自己熟悉的能力圈范围内挑选有价值的股票就可以了。

由于个人的生活经验和知识能力的限制，所以谁也不可能成为精通每个行业的全才。有些人觉得是因为自己不了解所有行业才投资失败的，但巴菲特觉得，是否了解所有行业的发展状况并不那么重要，关键在于你要在自己熟悉的能力圈内投资。只要你的投资范围不超越自己的能力圈边界，那么懂不懂其他行业的知识对你的投资一点都没有影响。其实投资者要做的很简单：首先了解自己熟悉哪些行业，确定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的能力圈范围有多大；然后在能力圈的范围内寻找具有投资价值的企业，再寻找合适时机买入。

巴菲特是世界知名的投资专家，但巴菲特也并非对每个行业都精通。巴菲特曾经不止一次表示过，他对分析高科技公司不在行。1998 年高科技股票风靡全球。在当年的伯克希尔公司股东大会上，股东们问巴菲特是否打算投资高科技公司，巴菲特幽默地说："这也许很不幸，但答案是不。"巴菲特说，他很崇拜安迪格鲁和比尔·盖茨，但是他不会购买英特尔和微软的股票，他觉得自己不了解高科技这个行业。

巴菲特说，在分析可口可乐公司时，他可以理性地预测出可口可乐公司未来 10 年的现金流量，但在分析这些高科技公司时，他无法预测出这些高科技公司未来 10 年的现金流量。如果连未来的现金流量都预测不出来还购买这些公司的股票，巴菲特认为这不是投资而是赌博了。虽然很多人都在高科技投资上赚了很多钱，但巴菲特不会嫉妒，也不会沮丧。他觉得不懂高科技并不是一件多么丢人的事情。术业有专攻，各人有擅长的领域。既然高科技不在他的能力圈范围内，那么他愿意远离高科技股票，而是继续和那些他了解的公司打交道，在自己有明显优势的领域内发挥自己的投资才能。

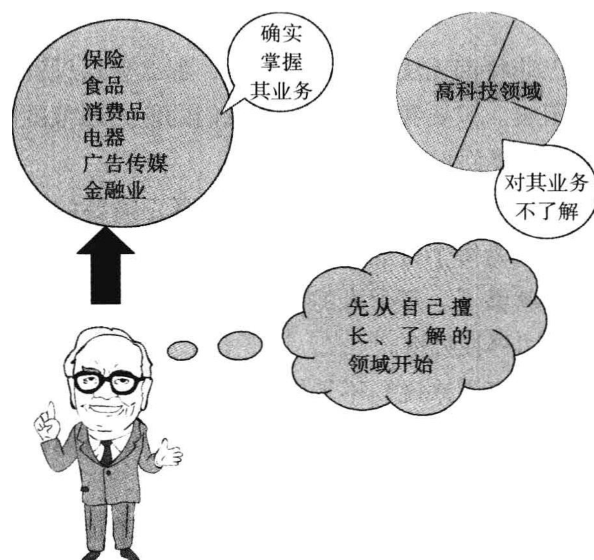


图 5-15　选择自己能力圈范围内的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十七、业务内容简单易懂的企业你值得拥有



越是具有持续竞争优势的企业，其经营业务通常越简单易懂。投资者在选择投资的企业时，最好选择业务简单易懂的企业。

经营业务越简单的企业，越可能具有持续竞争优势。在选择投资企业时，投资者最好先从那些业务简单易懂的企业下手。

1996年，巴菲特在致股东的信里写道："作为一名投资者，我们要做的事情很简单，就是以合理的价格买进一些业务简单易懂又能够在5~10年内持续发展的公司股票。经过一段时间，我们就会发现能够符合这样标准的公司并不多。所以一旦你真的碰到这样的公司，那就尽自己所能买最多份额的股票。当然在这期间，你要尽可能避免自己受到外界诱惑而放弃这个准则。如果你不打算持有一家公司股票10年以上，那就最好连10分钟都不要拥有它。当你慢慢找到这种盈余总能积累的投资组合后，你就会发现其市值也会跟着稳定增加。"

巴菲特认为，投资者成功与否，与他是否真正了解这项投资的程度成正比。这一观点是区分企业导向和股市导向这两类投资人的一个重要特征。后者仅仅是购买了股票，打一枪换一个地方而已。

这些年来，巴菲特拥有过许多类别广泛的企业：加油站、农具厂、纺织品公司、零售商、银行、保险公司、广告公司、铝材料和水泥公司、报纸、石油和矿产开采公司、食品饮料和烟草公司以及广播电视公司。这些企业中，有些是巴菲特控股，有些企业巴菲特只是少数额股东。不管处于何种股权地位，巴菲特都很了解这些企业是如何经营的，包括赢利、费用、现金流、劳工关系、价格的灵活性，以及公司的资本需要、分配与运用状况。

巴菲特之所以能够保持对所投资的企业有较高程度的了解，是因为他有意识地把自己的选择限制在他自己的理解力能够达到的范围。巴菲特忠告投资者："一定要在你自己能力允许的范围内投资。"

在巴菲特看来，非凡的经营业绩，几乎都是通过平凡的事情来获得的，重点是企业如何把这些平凡的事情处理得出色。通俗地说，就是在平凡的事情中实现伟大的成就。像这些优秀的企业，它们几十年来只专注于某一领域，自然它们就有更多的时间和资金来改善生产技术、服务、生产设备等，它们的产品自然也会变得更加优秀。而且，它们的产品年代越久，人们就越了解它们，它们的品牌效应就会越明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业务简单易懂是巴菲特对投资企业的要求之一。在巴菲特的投资生涯中，他选择的大多是业务简单易懂又极具持续竞争优势的企业。像可口可乐公司就是一个典型的例子。可口可乐公司的业务非常简单：可口可乐公司采购原料后，制成浓缩液，然后卖给装瓶商。装瓶商再把这种浓缩液和其他成分配合在一起，制成可口可乐饮料卖给零售商。就是这么简单的业务，让可口可乐公司每年赚取了巨额利润。在遭遇金融危机的2008年，可口可乐公司依然获得了高达58.1亿美元的利润。

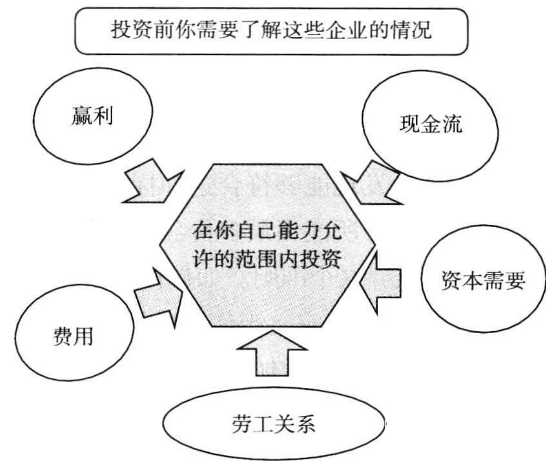


图 5-16 需要了解企业的情况

十八、过于复杂的业务内容只会加重你的风险



如果企业经营的业务过于复杂，企业运营的风险就比较大。投资者尽量远离那些经营业务复杂的企业为好。

如果企业经营的业务过于复杂，企业运营的风险就比较大。而且过于复杂的业务，投资者也不太容易搞明白。所以投资者尽量远离那些经营业务复杂的企业为好。

2008年，巴菲特在致股东的信里说：“像担保债务凭证这种过于复杂的金融衍生产品，是造成这次金融危机的原因之一。我和芒格曾经说过，这些金融机构将商业操作弄得太复杂了，使得政府监管者和会计准则都无法阻止这些金融机构冒这么大的风险。这种缺乏控制的行为，已经造成了惨重后果，例如贝尔斯登的倒闭，而且很有可能带给金融业更多损失。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为，企业经营的业务越简单越好，太过复杂的业务容易造成不可预测的风险。

2008 年金融危机给全球的金融机构造成了高达 3000 多亿美元的损失。但巴菲特认为，这样的损失很大程度上也要归咎于金融机构本身。在过去的时间里，金融机构发行了很多过于复杂的金融衍生产品。像担保债务凭证这个产品，投资者如果想弄明白其业务内容，就至少需要阅读 75 万字的报告。这样这些复杂的产品大大增加了金融机构的风险系数。但是由于它们过于复杂，使得政府监管者和会计准则无法监控到这些风险性，才导致了金融危机的全面爆发。

巴菲特说，在伯克希尔公司里是绝对不允许发生这种事情的。为了避免风险，巴菲特在选择投资企业时，都不会选择特别复杂的业务。巴菲特说，他曾经读过一份金融公司的业务报告。这份报告主要是向政府部门和普通投资者介绍这家金融机构的操作过程。这份报告多达 270 页。巴菲特一边阅读，一边把自己认为有疑问的地方列在空白纸上。等看完最后一页，巴菲特发现他竟然列了 25 页问题。最后他实在失去了耐心，把笔一扔，决定再也不投资这个股票了。巴菲特之所以不碰高科技，也是因为他觉得高科技太复杂了，投资风险太大了。

巴菲特认为，如果某项业务的不确定因素很多，那么该业务的投资成功率就会很低。如果某项业务只有 1 个不确定性因素，而这个因素的成功概率高达 80%，那么这项业务的投资成功率就是 80%；如果这项业务有 2 个不确定性因素，而每个因素的成功概率都是 80%，那么这项业务的投资成功率就是 64%；依此类推，不确定性因素越多，这项业务的投资成功率越低。巴菲特觉得，如果某项业务的投资成功率很低，即使该业务有再高的投资回报率，他也不会进行投资。

1998 年伯克希尔公司打算投资一个锌金属回收项目，项目内容就是将地热发电产生的卤水中的锌提取出来并进行回收利用。本来这是一个巴菲特非常看好的项目，利润率很高，项目内容也简单。可是在真正实行的过程中，问题层出不穷。常常刚解决完这个问题，又有一个新问题蹦出来，这令巴菲特非常不满。经过全面的权衡利弊，最终巴菲特觉得投资成功率太低，从而放弃了这个很赚钱的项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

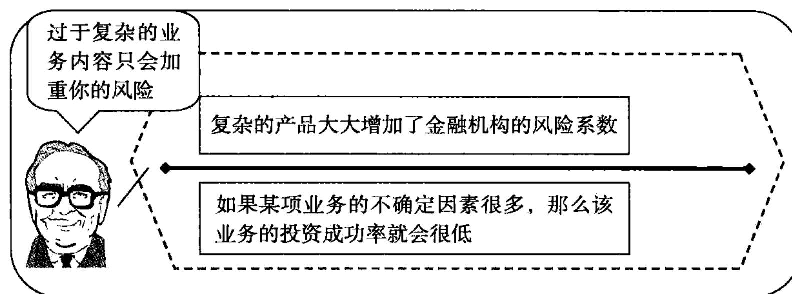


图 5-17　业务内容复杂会增加风险

十九、你需要了解企业的新型业务



从事新型业务的企业，投资者要在认真了解该新型业务的基础上再决定是否投资。

一项新型业务，可能是有前途的业务，也有可能是没有前途的业务。如果碰到从事新型业务的企业，投资者要在认真了解该新型业务的基础上再决定是否投资。

1998 年，巴菲特在致股东的信里说道："在这个产业占据主导地位是一件非常重要的事情。我们遍布全美的机队可以使我们的客户受惠无穷。我们能够提供其他公司无法提供的服务，所以我们也能够大幅度降低飞机停在地面的时间。我们还有一个让客户无法抵抗的诱惑，那就是我们提供的飞机种类非常多，有波音、湾流、Falcon、Cessna 和雷神。而我们那两个竞争对手却只能提供自己生产的飞机。通俗地说，Netjets 公司就像一位治病的医生，能够根据病人的情况对症下药。而其他两个对手就像那种卖祖传膏药的江湖郎中，无论病人是什么病况，开的药都是那一贴膏药。"

巴菲特认为，如果投资者想投资某个企业，那么就必须了解该企业的业务。如果该企业经营的是过去从来没有过的新型业务，投资者也要认真去了解它，根据它的价值来判断是否值得投资，而不是根据自己的猜测直接肯定或否定这项投资。

1998 年，巴菲特在致股东的信里提到了伯克希尔公司旗下的企业主管飞行公司。该公司从事着一项过去从来没有过的新型业务。企业主管飞行公司总裁 Rich Stantulli 最先想到这种新型业务的可能性，所以在 1986 年开展了这一业务，开辟了一个新兴行业。这项新型业务主要是出售专用飞机的一部分所有权给客户，然后帮助所有权人维护和保养飞机。顾客可以购买企业主管飞行公司中任一机型的飞机的部分所有权，也可以购买好几个机型的部分所有权，然后顾客可以根据部分所有权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

协议每年驾驶所选择飞机飞行一定的时间量，同时享受公司提供的优质服务。例如，某个顾客拥有 3 种类型的飞机 1/16 的所有权，那么顾客就可以拥有每架飞机每年 50 个小时的飞行时间。企业主管飞行公司这项业务让顾客使用飞机像使用出租车一样方便。当顾客想使用飞机时，只需提前几个小时通知企业主管飞行公司，企业主管飞行公司就会根据顾客需要就近安排飞机供顾客使用。

巴菲特第一次听说企业主管飞行公司（当时叫 Netjets 公司），得益于 H.H.Brown 鞋业的经理人。H.H.Brown 鞋业的经理人非常满意 Netjets 公司的业务，而且他觉得该公司非常符合伯克希尔公司的收购标准，于是他把 Netjets 公司的总裁介绍给巴菲特认识。第一次见面，巴菲特就被这个业务深深吸引了，他立刻购买了霍克 1000 型飞机 1/4 的所有权，也就是每年可以使用该飞机飞行 200 小时。经过一段时间的使用后，巴菲特深深被 Netjets 公司的服务、安全和便利所折服，最终巴菲特收购了这家公司。

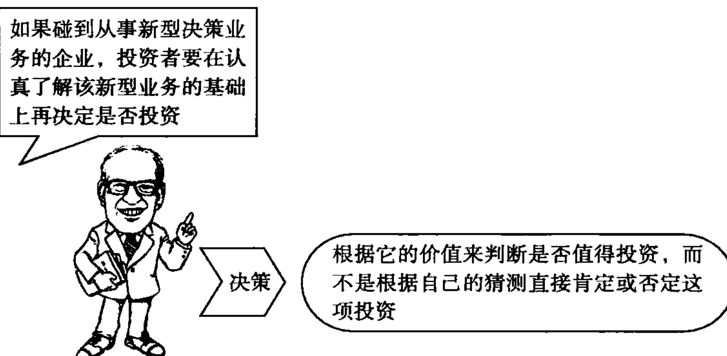


图 5-18　需要了解企业的新型业务

二十、有的时候也需要关注一些与众不同的业务



投资者通常会选择业务简单易懂的企业作为投资的对象，一般来说这样是没错的，但有的时候也需要关注一些与众不同的业务。

与众不同的业务，决定了这些行业的企业具有比较稳定的利润和发展前景，因此投资者要特别注意是否存在着这种与众不同的企业。

1982 年，巴菲特在致股东的信里写道：“通常如果一个企业处在供给大于需求的行业，而且产品在整体形态、外观、售后服务等方面和其他同行没有太大差异化时，企业就处在利润的边缘区。如果产品的价格或者成本因为政府立法干预、厂商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非法勾结或者联合垄断等原因被控制住一定范围内，就可以免除自由市场竞争。要不然，由于产品的无差异化，顾客就会根据价格来选择购买哪家的产品。这样同行间的产品竞争就变成了价格之争，产品的成本和价格之间的差额就会越来越少，利润越来越低，企业就会陷入困境。这就是为什么所有企业都在努力强调自己产品或服务的独特性。”

巴菲特认为，投资者通常会选择业务简单易懂的企业作为投资的对象，一般来说这样是没错的，但有的时候也需要关注一些与众不同的业务。

在传统的行业里，很多企业都在通过广告、设计等手段努力宣传和强化自己产品的独特性，以此来凸显其和同行产品的差异性。如果产品的特色足够强，企业就有了自己的品牌，就可以根据自己的品牌定位来为产品定价，获得较大的利润。可口可乐公司就是这样，可口可乐品牌已经深入人心。即使是差不多的可乐，可口可乐的定价比其他可乐多 1 倍价钱，而且销量还极好。但是并不是所有的企业都能够做到像可口可乐这样把自己的品牌和特色深入人心。一旦企业的产品做不出特色，或者特色没被大家熟悉，企业的产品就会被归类为一般化商品。这时候企业就无法根据自己的特色为产品定价，而只能和其他行业一样根据成本来定价。当顾客面对着几乎相同的产品或者服务时，通常会把价格当做选择的唯一指标。为了争夺市场，同行间就会进行恶性的价格竞争，于是利润越来越小，企业的生存越来越难。当利润达到某个低谷时，就会有一些企业觉得利润太低而退出市场。然后，供需关系发生改变，价格开始上升，利润升高。但这种高利润的时间很短，因为很快就有新企业再次进入市场。

当然，并不是所有的行业都是这样的。有些行业与众不同。虽然它们也存在竞争，但竞争程度没有这么激烈，而且通常利润都能保持在一定的范围内。保险行业就是这样一个与众不同的行业，它的与众不同体现在以下几点：首先，保险业是一个门槛很高的行业，不可以随便进入；其次，保险业的收费价格标准是由政府核定的，具有某种垄断性；再次，保险公司通常都不会轻易降价，虽然保险业也存在业务竞争，但主要体现在争取客户方面；最后，就算保险公司发生亏损，政府部门也会出手相救。由此可见，保险业是一个比较稳定的投资行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

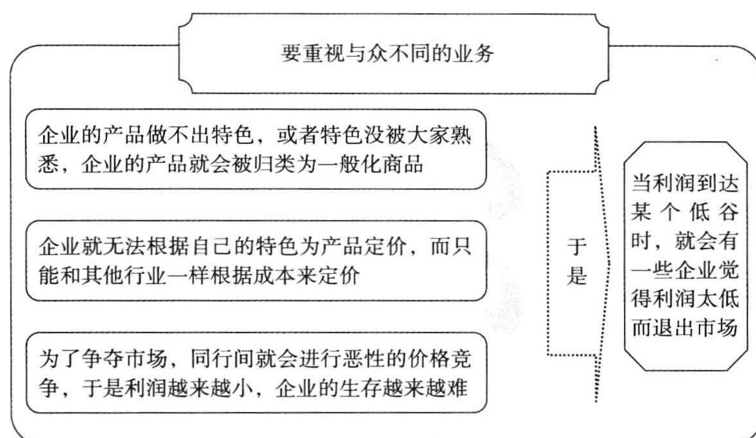


图 5-19 关注一些与众不同的业务

二十一、不要被别人的话语所左右



投资者在进行投资时，不要被别人的话语所左右，一定要亲自考察想要投资的企业。只有亲自考察过的，才是最真实的。

投资者在进行投资时，不要被别人的话语所左右，一定要亲自考察想要投资的企业。只有亲自考察过的，才是最真实的。经过自己考察后再进行投资，这样的投资风险是最低的。

1985 年，巴菲特在致股东的信里写道：“我和芒格都对世界百科全书非常感兴趣。事实上，我读他们的书已有 25 年历史，现在连我的孙子也拥有一套。所有的老师、图书馆与读者都称赞它为最有用的百科全书，而且它比同类型的其他书卖得便宜。这种质优价廉的产品，促使我们愿意按照该公司提出的价格进行收购，即使近几年直销业的表现并不太好。”

巴菲特认为，投资者对其所投资企业的业务应该非常了解。但这种了解并不是道听途说，而是亲自去考察。

有些投资者认为专业的管理人员或者金融分析师见多识广，觉得这些人提出的意见一定很理性，其实不然。格雷厄姆曾经说过这样一个故事：有位石油专家死后上天堂，却被上帝告知天堂没有位置了。于是他对着天堂的门大喊，地狱有石油，结果就有几个石油专家从天堂出来下了地狱。上帝觉得这位石油专家很聪明，正待夸奖他时，这位石油专家却说，我也要下地狱去，他们都下去了，说不定地狱真有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石油呢。由此可见，道听途说是行不通的，只有亲自考察才正确。

巴菲特向来都是亲自考察所投资的企业。1985 年伯克希尔公司投入 3.2 亿美元收购了斯科特公司。在进行收购之前，巴菲特认真了解了斯科特公司的业务。斯科特公司最主要的业务就是世界百科全书，而世界百科全书对于巴菲特来说，再熟悉不过了。因为他和搭档芒格平常就对世界百科全书特别感兴趣。在阅读世界百科全书的过程中，他发现世界百科全书的内容和编排的质量非常高。当然，不仅他这么认为，这本世界百科全书被所有的读者评选为最有用的百科全书。由此可见，这本书的声誉很好。而且难能可贵的是，这本书卖的价格比其他同类书的价格还低。高质量又低价的产品，自然人人都喜欢。世界百科全书的销售额比其他 4 家同行加起来总的销售额还要多，大约占斯科特公司总销售额的 40%。

当然，巴菲特也没有忽视斯科特公司的其他业务。除了世界百科全书外，斯科特公司还经营着克比家护系统、空气压缩机、瓦斯炉等 16 项业务。而这些业务在其行业中也大多处于佼佼者的地位，能够获得很高的投资回报率。这些业务年销售额在 7 亿美元。

另外，巴菲特也没有忘记考察斯科特公司的管理层。毕竟，巴菲特是想收购一家企业加一个优秀的管理层。虽然在决定收购前，巴菲特并没有见过斯科特的总裁拉尔夫舒伊，但是拉尔夫舒伊已经在该公司当了 9 年的总裁。巴菲特从斯科特 9 年的经营业绩中慢慢了解到拉尔夫舒伊是个非常出色的管理者。

正因为巴菲特对斯科特公司的一切都非常满意，所以他按照斯科特公司提出的价格 3.2 亿美元收购了斯科特公司。事实证明，巴菲特的投资眼光没有错。斯科特公司后来屡创佳绩，为巴菲特赚取了丰厚的利润。巴菲特说收购的成功正是建立在亲自考察业务的基础上。

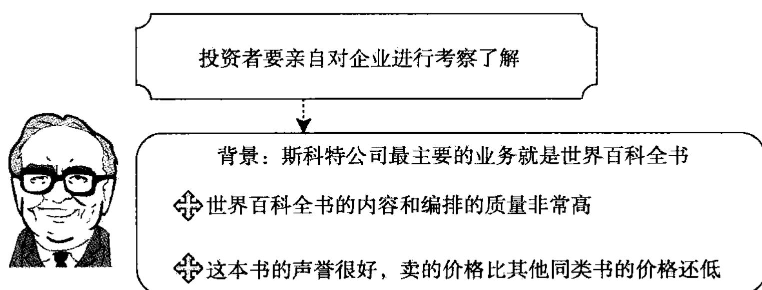


图 5-20　亲自考察企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二十二、精益求精，只求更好



当投资者准备投资某个企业时，可以了解一下，在这个行业里是否还有和这家公司一样优秀，甚至比它更优秀的企业。

没有最好，只有更好。当投资者准备投资某个企业时，可以了解一下，在这个行业里是否还有和这家公司一样优秀，甚至比它更优秀的企业。

1997 年，巴菲特在致股东的信里写道：“和星辰家具的交易有个非常有趣的故事。通常每当我们涉足一个原本不熟悉的行业时，我都喜欢问新加入的合作伙伴：‘你们这行业中还有没有像你们一样的优秀的企业？’1983 年我们收购内布拉斯加家具中心时，我就问过 B 夫人这个问题。当时她告诉我，美国其他地方还有 3 家优秀的家具零售商。可惜的是，在当时它们都没有出售的意愿。”

巴菲特认为，为了更好地投资，投资者在考察想要投资的企业经营业务时，一定要精益求精，不放过任何细节，不求最好，只求更好。

1997 年伯克希尔公司收购星辰家具公司。当时，创立于 1912 年的星辰家具，总共有 22 家家具店，其中 10 家在休斯顿，1 家在奥斯丁，另 1 家在布莱恩，每家的经营业绩都非常喜人。当谈到收购星辰家具公司的过程时，巴菲特非常激动。因为这桩收购案例充分体现了巴菲特收购企业时“不求最好，只求更好”的招数。

巴菲特有这样一个习惯，每当他涉足一个原本不熟悉的行业时，他总会询问他的新合作伙伴一个问题：“你们这行业中还有没有像你们一样优秀的企业？”可千万别小瞧这个问题。就是这样一个问题，让巴菲特收购了很多优秀的企业。星辰家具公司就是这样一个例子。

1983 年巴菲特开始涉足家具行业，他收购了内布拉斯加家具店。当最后和 B 夫人洽谈收购协议时，巴菲特就询问 B 夫人，在家具零售业，有没有其他像内布拉斯加家具店这样优秀的企业。B 夫人告诉巴菲特，在美国其他地方还有 3 家很优秀的家具零售商可以考虑收购。不过令巴菲特惋惜的是，当他和那 3 家公司洽谈时，当时没有任何一家公司愿意出售。令人没想到的是，多年之后这 3 家家具店中的威利家具公司有了出售的意愿。于是 B 夫人马上把这个消息告诉了巴菲特。巴菲特非常高兴，因为他不但喜欢该公司的经营业绩，而且也非常欣赏该公司明星经理人比尔·蔡德，所以巴菲特立刻抓住了这个难得的机会，很快就和威利家具公司谈好了这笔交易。同样的，巴菲特又问了比尔·蔡德一样的问题，比尔·蔡德的推荐名单中有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家和 B 夫人推荐的一样，那就是星辰家具公司。虽然当时星辰家具公司不愿意出售，但巴菲特已经把星辰家具公司深深记在了心里，他一直在等待合适的机会。

在巴菲特收购威利家具公司一年之后，所罗门公司的董事长告诉巴菲特，星辰家具公司有出售的意愿，而且该公司的总裁兼最大股东沃尔夫想和巴菲特见个面。巴菲特非常激动，终于让他等到了收购的机会。于是很快巴菲特就和沃尔夫见了面。经过两次短暂的会晤后，他们就谈妥了所有的交易。

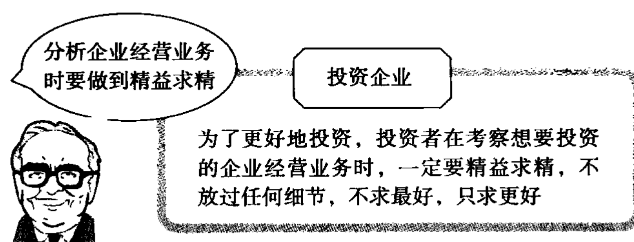


图 5–21　精益求精

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

投资其实很简单，选准时机最关键
——巴菲特教你如何做交易

一、当优秀的公司需要进行手术治疗时，我们就买入



巨大的投资机会来自：优秀的公司被不寻常的环境所困，导致这些公司的股票被错误地低估，这是投资者进行长期投资的最好时机。

经济不景气对那些经营体质脆弱的公司是最大的考验，但对于经营良好的公司来说，只是一个小小的挫折，一旦情势有所改观，它定会展现强者恒强的态势，甚至扩大原有的市场占有率。

巴菲特在谈到投资的时候说道："巨大的投资机会来自：优秀的公司被不寻常的环境所困，这时会导致这些公司的股票被错误地低估。当他们需要进行手术治疗时，我们就买入，这是投资者进行长期投资的最好时机。"

巴菲特认为，优秀公司的暂时性问题是上天给予该公司的一个小小的考验，同时也是给予投资者的一个大好机遇。具体来说，对于优秀公司来，这只是它成长壮大过程中的一个挫折，是对其实力和应对意外风险能力的考验，并不是摧毁性的打击。

巴菲特第一次投资美国运通时，这家高品质的公司正被丑闻笼罩。他经过市场调查得出的结论与当时公众的普通观点大相径庭：美国运通并没有走下坡路，美国运通的商标仍是世界上畅行标志之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认识到美国运通这个名字的特许权价值。特许权意味着独占市场的权力。在全国范围内，它拥有旅行者支票市场80%的份额，还在付费卡上拥有主要的股份。巴菲特认为，没有任何东西动摇过美国运通的市场优势地位，也不可能有什么能动摇它。

而股票市场对这个公司股票的估价却是基于这样一个观点，即它的顾客已经抛弃了它。华尔街的证券商一窝蜂地疯狂抛售：1963年11月22日，公司的股票从消息传出以前的60美元/股跌到了56.5美元/股，到1964年初，股价跌至35美元/股。

所以，巴菲特决定大笔买入运通公司的股票。1964年，他将巴菲特合伙公司40%的资产、约1300万美元买入美国运通公司5%的股票。在接下来两年的时间里美国运通的股价上涨了3倍。在5年的时间内股价上涨了5倍，从每股35美元上涨到每股189美元。巴菲特投资美国运通的收益率最起码在4倍以上。

由此可见，购买股票的好时机往往出现在具有持续竞争优势的企业面临暂时性的重大问题时，选择这时购买具有足够的安全边际。尽管这些公司的问题看起来非常严重，但属于暂时性质，对公司长期的竞争优势和赢利能力没有根本性的影响。如果市场在企业出现问题后发生恐慌，大量抛售股票导致股价大幅下跌，使公司股票被严重低估，那么这将为价值投资人带来足够的安全边际和巨大的赢利机会。随着企业解决问题后恢复正常经营，市场重新认识到其长期赢利能力丝毫无损，股价将大幅回升，而此时，捕捉到时机的投资者必将大赚一笔。

作为一般投资者，如果已经证实某家公司具有营运良好或者消费独占的特性，或两者兼具，就可以预期该公司一定可以在经济不景气的状况下生存下去，且将来的营运表现也一定比过去更好。



图 6-1　正确看待优秀公司的暂时困境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、大势好未必你好，大势不好未必你不好



大势好未必你好，大势不好未必你不好。

很多普通投资者在面对一个问题时，总是从宏观推向微观，根据这个国家甚至国际经济走势去预测出来一些市场方向。但巴菲特说："我不关心宏观的经济形式。在投资领域，你最希望做到的应该是弄清楚那些重要的，并且是可以搞懂的东西。"实际上，有的时候大势好未必你好，大势不好未必你不好。

巴菲特 1998 年在佛罗里达大学商学院演讲时说："我不关心宏观经济形式。在投资领域里，你最需要做到的是应该弄清楚那些重要的，并且是可以搞懂的东西。对于那些既不重要也很难懂的东西，把它们忘记就对了，如果你认为你所讲的是重要的，但是很难彻底弄明白。我从来没有对宏观经济的感觉来买或不买任何一家公司。我们根本不去在乎那些读不用懂的预估利率、企业利润等，因为那些预估真的无关紧要。"

巴菲特经常逆宏观形式而动。例如，他在 1972 年买了时思糖果公司，虽然不久政府就实施了价格管制，股价也随之狂跌，但是巴菲特仍然继续买进，并不为所动。然而事实证明，这个生意给了他很大的赚头，因为伯克希尔公司只是花了 2500 万美元，然而时思糖果公司现在的税前利润却高达 6000 万美元。

又如，在巴菲特眼中，通货膨胀并不是简单的经济现象。关于这一点他是从四个方面来理解的：

（1）从国内角度看，通货膨胀是过多地增加货币供应造成的。在一定程度上可以说通货膨胀是政府行为的作用结果。如果不对政府的发行行为进行约束，那么通货膨胀就不可能根本消除。

（2）从国际角度看，国与国之间的贸易交流，无论是在古典经济学的理论角度还是现代的西方经济学的理论中，都是无法避免的。一旦形成逆差，国家都可能会利用通货膨胀来抵制这种经济上的压力，这对经济产生了重大的影响。在这种形势下采用通货膨胀这一手段对本国经济的损害绝对不小。

（3）从投资者角度来看，通货膨胀对投资人的影响是很大的。通货膨胀率的高低就等于手中握有现金的实质价值损失幅度。假设通货膨胀率是 25%，实质购买力就减少 25%。此时，巴菲特认为，起码要获得 25%的投资报酬率，才能使实质购买力维持不变。

（4）从另一个角度看，通货膨胀中也存在着机遇。例如，伯克希尔公司在 1972

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年付出约 3500 万美元买下时思公司，相当于 8%的税后回报率，和当年度的政府公债所提供的 5.8%回报率相比，时思公司的税后回报率 8%显然不差。巴菲特又是在通货膨胀中得到了好处。

作为投资者，如果不能从通货膨胀中获利，你应该寻找其他方法以避开那些会被通货膨胀伤害的公司。通常说来，需要大量的固定资产来维持经营的企业往往会受到通货膨胀的伤害；需要较少的固定资产的企业也会受到通货膨胀的伤害，但伤害的程度要小得多；经济商誉高的企业受到的伤害最小。

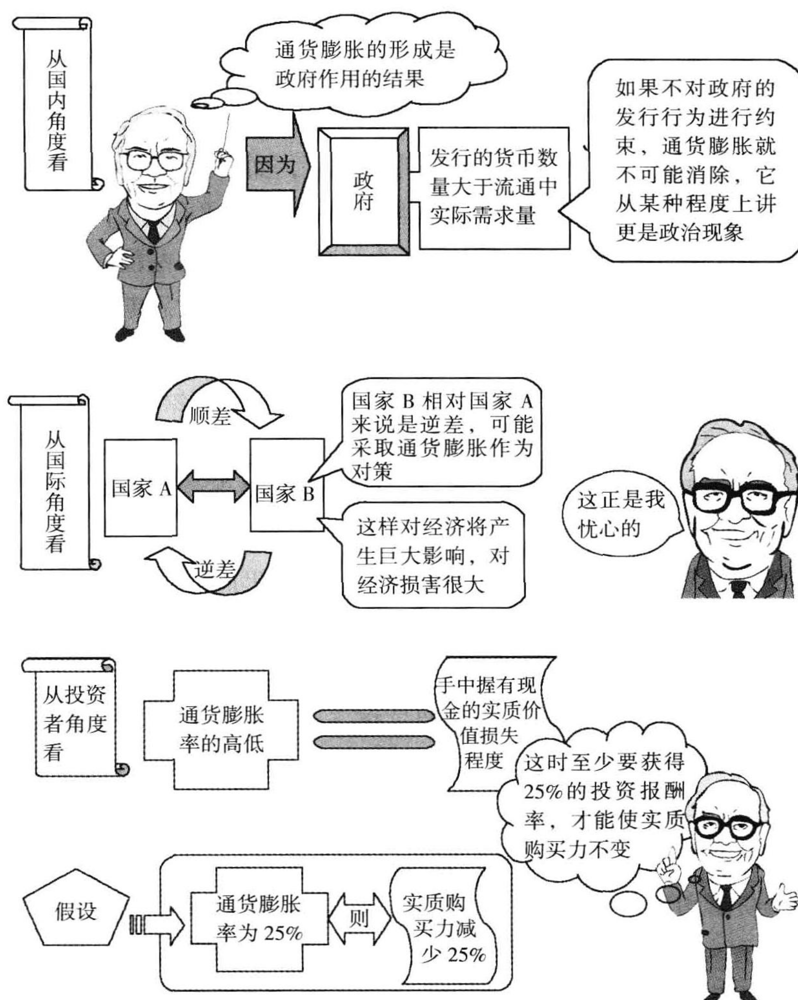


图 6-2　通货膨胀对经济的影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、在价格具有商业价值时买入优质企业



安全边界会使你在方法得当时大捞一笔。而当情况不妙时，它又会使你免受损失。

我们不是天才，也不可能完美，所以弄清自己所购买的每家企业的安全边际十分重要。如果得不到符合安全边际的价格，我们就不买。安全边界会使你在方法得当时大赚一笔。而当情况不妙时，它又会使你免受损失。

1997 年，巴菲特在致股东的信里写道："即使我们从来都试图尝试预测股市的动向，但是我们还是试着去评估股票的合理价位，在去年的股东会上，当时的道指大约为 7071 点，长期公债的利率为 6.89%，查理和我曾经表示，假如能够符合利率维持不变或继续下滑、美国企业能够继续维持现有高股东的权益报酬率这两个条件的话，则表示股市并未被高估。"

巴菲特的主要思想是在价格具有商业价值时买入优质企业。怎样才具有商业价值呢？在巴菲特看来，具有商业价值的企业是指能带给你最大的预期年复利收益率和最小风险的企业。巴菲特在这方面之所以比其他投资经理更胜一筹，原因在于他把自己看成公司所有者，进行的是长期投资，而不像华尔街其他投资专家那样，关注的是短期投资。

巴菲特运用了他的导师格雷厄姆的安全边际法则，即寻找价格与价值之间的差价，差价越大时买入，安全边际越大，风险越小。这是巴菲特永不亏损的投资秘诀，也是成功投资的基石。

但是并不是所有的投资者都能理解并且正确运用巴菲特的这种估值方法。举个例子来说，股民小王一直都以价值投资者自称，尤其对安全边际法则坚信不疑，他一直都把"内在价值大于价格，就有了安全边际"这句话挂在嘴边。2007 年 10 月，听了某分析师推荐煤炭股，思考了一下，煤电的价格到了冬天应该还会往上涨，现在的内在价值肯定很高。于是，他以 68 元/股买入了当时走势红火的西山煤电。由于自信有安全边际的保障，小王心中就有底，于是按照巴菲特的教导，在安全边际以下就大胆进行了操作。越跌越买，一路补仓，结果却只能眼巴巴迎来了该股 32 元的"底部"，尽管他一再补仓，现在的平均价位也仍在 50 元左右，深套其中。

实际上他并没有完全理解"安全边际"的意义，这也是大多投资者常会犯的错误。安全边际原则的含义，像购买价廉物美的商品一样，是用比实际价值更便宜的价格买入好股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基于安全边际的价值投资策略是指投资者通过公司的内在价值的估算，比较其内在价值与公司股票价格之间的差价，当两者之间的差价达到安全边际时，可选择该公司股票进行投资。

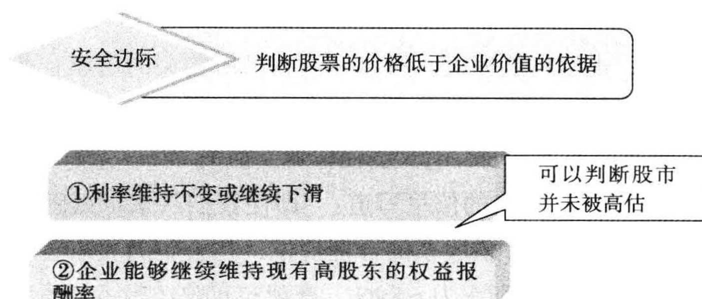


图 6-3　股市未被高估的依据

四、一旦充满了信心，就做出买卖决定



不管你购买什么公司的股票，在没有完全掌握公司的情况之前，绝不要轻易地购买，并且对于已经看好的公司，要衡量它合适的买入价位。

投资者需要明白的一个关键点是，当你还没有投资的时候，不要感觉你应该投资的时候到了。一旦对该股票充满了信心的时候，你自然会做出越来越少的购买决定。不管你购买的是什么公司的股票，在没有完全掌握公司的情况之前，绝不要轻易地购买，并且对于已经看好的公司，要衡量它合适的买入价位。

1988 年，巴菲特在致股东的信里写道："以麦片为例来说，它的资产报酬率是汽车保险业的 1 倍（这也正是为什么家乐氏与通用磨坊的市净率是 5 倍，然而保险业者的市净率却仅是 1 倍），麦片公司经常都在调整产品的售价，即便是生产成本没什么变化的情况下，消费者仍然没有任何抱怨。如果要是换成是保险业者，就算只是反映成本稍微调整一下价格，投保的客户就会生气地跳起来。所以如果你识相的话，最好是去卖掉高价的麦片，而不是低价的汽车保险。"

巴菲特有很强的识别力，他能够抵制住在当时看来非常有诱惑力的股票。只有在股价的合理价位，并且具有很好的投资的潜力时，他才会购买。但是，巴菲特绝对不允许自己随波逐流地去购买那些只是由于价值被低估才具有投资价值的股票。

在 1999 年初，巴菲特拥有 35 亿美元的现金和伯克希尔公司的债券。当时他对此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感到非常满足，因为这些财富已经相当于很多小国家的国民生产总值的总和了。他的打算是长期持有这些财富，直到发现有值得购买的投资标的时才出手。但是与他有鲜明对照的是，大多数投资者有一种心理上的需要，就是想让他们手里的宽松的资金立刻发挥作用。他们并没有耐心去等待所喜爱的股票的股价下降，而是在没有考察一些公司基本财务状况的前提下，就买进了一些品质比较差的股票，结果可想而知。

巴菲特为了避免这些错误，就会先鉴定那些在几年后他想拥有的所有股票，然后在某个时间购买，但是只在这些股票的价格降到非常有吸引力时才会购买。如果股票的价格没有降到所希望的价格，那么他就会把注意力转向合适价位的公司。

巴菲特具体确定买入点的方法如表 6–1。

表 6–1 巴菲特持有股票的买入点

名称	价格（美元）	欲购买价格（美元）	点评
美国运通	135	100	不够便宜
阿姆根公司	65	45	太贵了
思科系统公司	130	小于 60	下挫风险太大
联邦快递	33	小于 40	现在可买入
通用电气	135	135	现在可买入
保洁公司	65	小于 85	准备买入

五、股价跌得越厉害，你将来的投资回报就越安全



只投资自己了解的股票，当这只股票下跌到非常有吸引力的价格时就可以勇敢买进了。按照这样的投资策略，股价跌得越厉害，你将来的投资回报就越安全。

1982 年，巴菲特在给股东的信里写道：“我们在投资股票的时候的做法是，只有在能够用合理的价格买到足够吸引人的企业时才是可行的方式，与此同时也需要温和的股票市场加以配合。这对于投资者而言，如果买入的价格过高的话，这势必会抵消掉这家企业哪怕是绩优企业未来十年的发展所带来的正面效应。”

巴菲特认为，当股价跌到非常有吸引力时，就是买入的好时机。

那么，什么样的买入价格对巴菲特来说“有吸引力”或者“非常有吸引力”呢？他说，绝大多数证券分析师认为是“价值”和“成长”，但实际上，许多人把这两个术语搞混淆了，这就像穿错了衣服一样可笑。

他说，“价值”和“成长”是一对矛盾的投资策略。虽然这两种策略在关键时刻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相互一致，例如，公司成长性总是其内在价值评估的一部分，它对公司内在价值的影响力有时候是正面的，有时候又是负面的；可是在绝大多数时候，这两者之间是对立的。

巴菲特认为，在许多时候“价值”这一术语是多余的——试想，如果股票投资不是为了寻求足以补偿投资成本的行为，那么还有什么能称为“投资”呢？如果买入股票的价格比内在价值高，而投资者希望的只是将来能以更高的价格卖出这只股票，这种行为只能称为投机，而不是投资。

公司的成长性，只有在新增投资具有诱人的回报率时，才能使投资者获益。例如，上市公司投入 1 美元，能够使它的长期市场价值增加 1 美元以上，这时候才会体现出成长性来。否则，就只能称为缺乏成长性，或者干脆就叫负增长。对投资者来说，这不但没有回报，而且还会损失利益。

巴菲特认为，如果自己要买的股票价格在不断下跌，这应该是一条好消息，因为这会降低自己买入股票的成本。不但如此，股价不断下跌，还会使得伯克希尔公司所拥有的主要投资对象会以更低的价格回购自己发行的股票，从而间接受益。

巴菲特认为，你支付的成本价将直接影响你的投资回报率。比如他将一家具有持续竞争优势公司的股票当做一种股权债券，为之支付的价格越高，初始投资回报率和投资该公司未来 10 年的利润回报率也就越低。

因此，你为一家具有持续竞争优势的公司所支付的价格越低，那么你的长期回报就越高。一家具有持续竞争优势的公司偶尔也可能会搞砸或做出一些愚蠢的事情，这在短期内将迫使其股价大跌。巴菲特说过，当一家优质公司面临一个偶然的、可解决的困难时，一个完美的买入契机就从天而降。因为公司所面临的困难也是可以解决的。

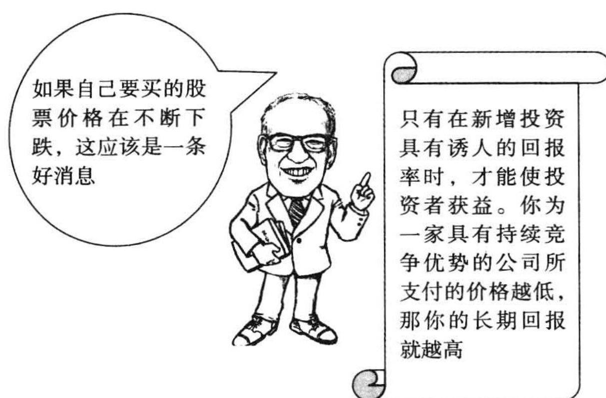


图 6–4　股票价格下跌对投资的影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、需要你理智决策的时候



理智的投资者一定要和市场保持一定的距离。因为市场是变幻莫测的，若你想靠市场上的股价变化来投资，那将十分冒险。

巴菲特强调要长期持有，如果你投资的公司一直保持其竞争优势，那你就不要卖出他们任何一家。道理很简单，你持有它们越久，你获得的税后回报就越多。但在三种情况下，卖出也是有利的选择：第一种情况是当你需要资金投资于一个更优秀的、价格更便宜的公司时；第二种情况是当这个公司看起来将要失去其持续性竞争优势的时候；第三种情况在牛市期间股价远远超过了其长期内在经济价值时。一个简单法则：当我们看到这些优质公司达到 40 倍甚至更高的市盈率时，就到该卖出的时候了。

1999 年巴菲特在 《财富》杂志撰文道："美国投资人不要被股市飙涨冲昏了头，股市整体水平偏离内在价值太远了。"他预测美国股市不久将大幅下跌，重新向价值回归。

巴菲特上面这段陈述，提醒了投资者在股市的全盛时期，一定要看清楚市场的状态，不要被市场强烈的投机气氛冲昏了头脑，在大家都热火朝天的沉浸在股价的上涨带来的喜悦时，这时市场的风险已经越来越高了。当市场膨胀到一定状态，出现泡沫时，那离泡沫破碎的时候也不远了。一旦股市情形大转，没人能预料会跌到什么地步，而等股票价值再次调整又要一定的时间，并存在潜在的风险。此时，你掌握在手中的相对来说不是很优质的股票就根本体现不出它的价值，与其握在手中，不如卖掉。

1969 年，随着 20 世纪 60 年代美国股市的狂飙突进，巴菲特解散了合伙人企业。进入 1972 年时，伯克希尔的保险公司的证券组合价值 1.01 亿美元，其中只有 1700 万美元投资于股票。

1987 年，道琼斯指数达到让人大开眼界的 2258 点，正是牛市的全盛期，巴菲特认为股市是个危险地带，已静静地卖掉了大多数股票。

理智的投资者一定要和市场保持一定的距离。因为市场是变幻莫测的，若你想靠市场上的股价变化来投资，那将十分冒险。绝对不能人云亦云，尤其是在市场发展到全盛期，股市出现了泡沫时，你的投资必须更加理智。往往这个时候的卖出决定比买入决定更理智。否则，当你发现你买入的是个随时存在风险的不定时炸弹时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么你的财产早就已经保不住了。

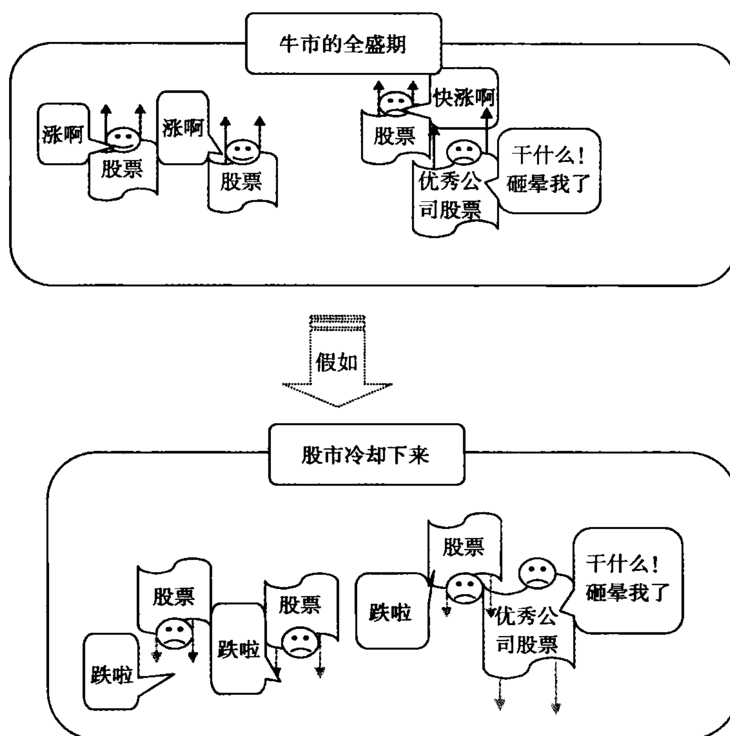


图 6–5 理智决策

七、会买的是徒弟，会卖的是师傅


会买的是徒弟，会卖的是师傅，要保住胜利果实，应该选准卖出的关键时机。

长时间持有一只股票是一件很明智的选择，但是并不是说要无条件的长期持有。比如，当公司内部发生了经营方式的变化或是公司所处行业的发展前景发生了重大变化的时候，应改变自己的持股策略，果断地抛售自己的股票。

如果发现一个行业的发展前景没有一开始那么好了，巴菲特一定会毫不犹豫地卖出。因为没有了良好的发展前途，就根本不可能有良好的利润增值空间，那么也就不可能有较高的回报率。

巴菲特曾在谈到投资的时候说道："当人们对一些大环境时间的忧虑达到最高点的时候，事实上也就是我们做成交易的时候。恐惧是追赶潮流者的大敌，却是注重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本面的财经分析者的密友。”

巴菲特上面这段话，清晰地阐释出了股市中每个人都在追求着一个高点，试图把自己的股票卖一个好的价钱，但是往往内心的恐惧总是会阻碍自己将股票抛在合适的价位。这是需要一定的胆识的，人都有不可避免的恐惧心理，如果投资者能够对股市进行成功的基本面分析的话，把股票卖在一个波峰的时期并不是一件不可能的事。

股市中流传着这样一句话：会买的是徒弟，会卖的是师傅，要保住胜利果实，应该选准卖出的关键时机。“股神”巴菲特就有这样一种气魄，该出货的时候绝不含糊。

任何一种成功的投资策略中都要有一个明确的“抛出时机”。每个人都在为自己的股票寻找一个好的卖出时机，即寻找一个波峰。但是，并不是每个人都能够如愿以偿，这在具体操作的过程中是需要掌握一定的技巧和方法的。股市的走势呈波浪式前进，正如大海的波浪一样，大市和个股的走势也有底部和顶部之分。因此，你要找到这两个点。当然，如果你能准确分析，找到确切的最顶或最底的点，那是最好不过的事。不过大多数人在绝大多数时间内是不可能做到这点的，就连巴菲特也没有这个把握。所以他总是这样认为，自己不一定能找到极致点，也不需要找到，只要在次高点或次低点就好了，而这两个点是常人都可以把握的。

一般情况下，当大市和个股在一段时间里有较大升幅时，就算没有政策的干预或其他重大利空消息，技术上的调整也是必要的。通常而言，升幅越大，其调整的幅度也就越大。当大市和个股上升到顶部时，及时抛出股票，就可以避免大市和个股见顶回调的风险；而当大市和个股调整比较充分之后入市，风险也就降低了。

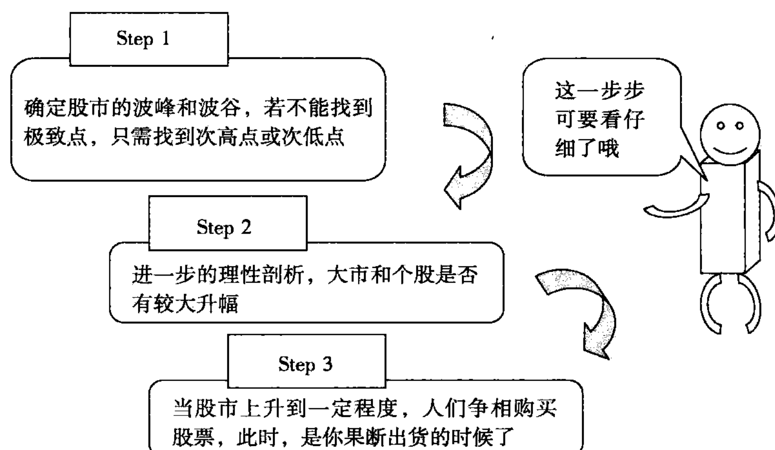


图 6-6 选准卖出股票的时机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

八、只有极少数的股票才需要长期持有



要卖出，首选就是投资对象不再符合自己的投资标准的股票。

投资标准不完善或没有自己的投资标准时，投资者显然无法采用退出策略，因为他无法判断一个投资对象是否符合他的标准。另外，他在犯了错误的时候也不会意识到自己的错误。可见，制定投资标准有多重要。

巴菲特说过："我最喜欢持有的一只股票的时间期限是永远，但需要强调的是，我们不会仅仅因为股份已经增值，或因为我们已经持有了很长时间而卖掉它们。"

巴菲特一直都是坚持长期持股的，但事实上他认为只有极少数的股票才值得这样做。每一个经济学家都会告诉你买入的绝大多数股票都是为了卖出，否则你永远不可能得到最大的利润回报。同理，在投资股票时，每个投资者也都该清楚这个道理。不然，你买入的应该是不动产，而不是股票。可卖出的时候也需要诀窍，卖什么样的股票，什么时候卖，卖多少，都是你要深思熟虑的问题。巴菲特认为，要卖出，首选就是投资对象不再符合自己的投资标准的股票。

巴菲特在 1986 年年报中公开声明，希望永久保留三种持股：大都会/ABC 公司、GEICO 和华盛顿邮报。但迪斯尼在收购了 ABC 之后，在网络繁荣中挥金如土，拖了发展的后腿，巴菲特从 1998 年开始减持，1999 年几乎把持有的迪斯尼股票都出售了。

巴菲特在 2006 年的股东大会上说："报纸仍然是很赚钱的，特别是与投入的有形资产相比，但其发展前景与二三十年前相比就不如当时乐观了。读者数量在减少，从长期来看会侵蚀报刊行业的效益。我们仍然持有 World Book（百科全书出版商），我们曾以每套 600 元的价格售出了 30 万套。问题是，随着互联网的发展，不再需要装帧和递送图书，人们就能在网上搜罗获取同样丰富的信息。不是说产品本身不再值此价钱，而是说人们有其他办法了。我看不出有什么事情能够改变这种趋势。"巴菲特认为，报纸和其他媒体行业的本质已经发生改变，但股票价格还没有反映这一点就有点让人担心了。巴菲特很可能会卖出华盛顿邮报和 World Book 等报刊类公司。

巴菲特在退出时机的把握上主要遵循四个原则。一般他会参考这四项中的一个或几个。一是当投资对象不再符合标准；二是当他预料某个事件发生时，如当他做收购套利交易时，收购完成或泡汤的时候就是他退出的时候；三是他的目标得以实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现时；四是在他认识到犯了一个错误时。

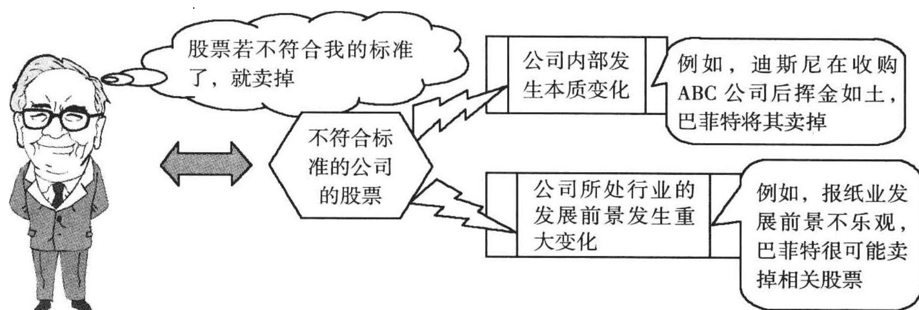


图 6-7 卖掉不符合标准的股票

九、时间、心血、精力和金钱，可能化为乌有



不管你在一笔投资中投入了多少时间、心血、精力和金钱，如果你没有事先确定退出的策略，一切都可能化为乌有。

在发现现有所持股已经失去原来的吸引力的时候，应果断地抛出，寻找下一个足以让你心动的目标。利益的最大化的增长是每个投资者都希望的。当你寻找到更有吸引力的公司时，它很可能比原来你所投资的项目更加适合你，而这时，任何人都会倾向于选择有吸引力的一方。

巴菲特说："不管你在一笔投资中投入了多少时间、心血、精力和金钱，如果你没有事先确定退出的策略，一切都可能化为乌有。"

巴菲特上面这段文字，再一次强调了卖出的重要性。我们大家都知道选股和买入时机的重要性，但是往往忽视了退出时机的重要性。无论你选择了多么优质的一只股票，一旦你发现它不再像开始时那么具有吸引力时，要坚决卖出。

早在 2003 年 4 月，正值中国股市低迷徘徊的时期，巴菲特以每股 1.6~1.7 港元的价格大举介入中石油 H 股 23.4 亿股，这是他所购买的第一只中国股票，也是现有公开资料所能查到的巴菲特购买的唯一一只中国股票。但是令人不解的是，11 亿股中石油 H 股在 15 元左右时几乎全部出尽，而且是在油价创出持续新高和中石油马上就要增发 A 股的内外利好背景下，"股神"巴菲特的做法就是与众不同。既然巴菲特认为中石油是家好公司，为什么要把股票卖掉呢？首先，石油的价格是重要的依据，因为石油企业的利润主要依赖于油价，如果石油在 30 美元一桶时，情况很乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观；如果油价到了 75 美元，不是说它一定就会下跌，但至少情况并没有那么乐观了。巴菲特买入中石油和卖出中石油股票，一个很重要的原因是油价。当石油价格较低的时候，他认为石油价格将会上升，石油公司自然会从中受益，所以他买入了中石油；而当石油价格很高的时候，他认为油价继续上涨的可能性较小，那么，石油公司的利润再要大幅增长将会很困难，所以他选择了卖出股票。

巴菲特不断用他投资时所使用的标准来衡量他已经入股的企业的质量。如果他的一只股票不再符合他的某个投资标准，他就会把它卖掉，并不会考虑其他因素。巴菲特认为，当时中国股市的涨幅已经很大，而人们还在不顾风险地争相入市。正因如此，他卖中石油股票时没有丝毫犹豫。

巴菲特在遇到更有吸引力的公司的时候一定会抛出那些相对来说吸引力低的股票。因为只有这样才能将投资优化，用最少的精力挣回最多的钱。要知道投资的目的并不是要买到全部的价格在增长的股票，而是要合理配置自己的精力和资源，在自己的能力范围内，得到最大化的回报。当然，有些投资者的做法是倾向于把资金投放在多个公司的股票上，但事实上，这种做法不一定就比投放在几个集中的股票上更明智。过多分散的投资，过多的公司，也就代表过多的风险。



图 6-8　更有吸引力的股票

十、损单就是市场的交易单



学习止损并善于止损才是在股市中生存发展的基本前提！

作为投资者，每一次买进前要确定三个价位，即买入价、止赢价和止损价。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果这个工作没有做好，严禁任何操作。学习止损并善于止损才是在股市中生存发展的基本前提！

当然，对于投资者来说，止损绝不是目的，但止损理念的彻悟和止损原则的恪守却是投资者通向成功之路的基本保障。

巴菲特说："入市要有 50%的亏损准备。"

很多长期投资者也许都认为，巴菲特一旦买进，就永远持有，都不会卖出，那你就错了。巴菲特上面一句很简短的话，就可以看出大师对止损的重视程度。所以，像巴菲特这样的大投资家也会止损，在哪里止损？在所投资公司失去成长性时、基本面恶化时止损！投资的止损不同于投机的止损。投机的止损只相对于价格的变化；投资的止损相对于基本面的变化。一份"止损单"是一份买进或卖出股票的交易单，当这些股票达到或超过一个预定价格时要执行。"买股止损单"一般在目前交易价之上被执行，"卖股止损单"一般在低于目前交易价的价格被执行。一旦触发该价位，该止损单就成为市场交易单，表明该投资者将在最有利的价位交易。

大致说来，巴菲特的止损理念主要有三个要点：

首先是根据自身情况，确定止损依据。

其次，确定合适的止损幅度。合理地设置止损位，是止损理念的关键所在。这通常需要投资者根据有关技术和投资者的资金状况来决定。但在不同的止损依据下，设置止损位考虑的重点也有所区别。

最后，意志坚定地执行止损计划。巴菲特认为，止损计划一旦制订，就需要意志坚定地执行，这是止损操作的关键。他强调，在应该止损时绝不要心存侥幸，决不能用各种理由来说服自己放弃或推迟实施止损的计划。当然，止损计划的实施也可以随行情的变化而适当调整，但必须牢记的是，只能在有利的情况下才能调整止损位，即只允许当原投资决策正确，股价已有一定涨幅后，方能随行情的发展逐步调整原定的止损位，从而在保证既得利益的同时，尽量赚取更多的利润。

个人投资者一定要很明确坚持这样一个原则：每只股票的最大损失要限制在其初始投资额的 70%~80%。由于投资额较大和通过投资种类多样化降低总体风险，大多数机构投资者在迅速执行止损计划方面缺乏灵活性。对机构来说，很难快速买入或卖出股票，但快速买卖股票对它们执行该止损准则来说又是非常必要的。记住，7%或 8%是绝对的止损限额。你必须毫不犹豫地卖出那些股票——不要再等几天，去观望之后会发生什么或是期盼股价回升；没有必要等到当日闭市之时再卖出股票。此时除了你的股票下跌 7%或 8%这一因素，就不会有什么东西去对整个行情产生影响了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

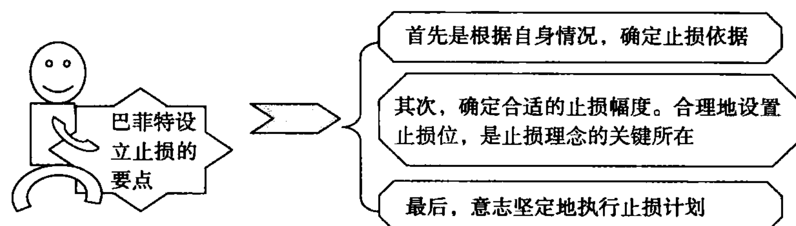


图 6-9 止损的三个要点

十一、是否卖空股票，要看是否具备持久竞争优势



是否卖空股票，要看投资标的是否具备持久竞争优势，业务是否发生根本变化，以及股价是否够高。

作为一个投资者，并非一定要做卖空。大多数投资者专注多头，而关注空头的人则少得多。只有少数投资者在擅长多头的同时，空头也做得很出色。无论你是否想同时进行多头、空头投资，都是你个人的选择。即使对股市专家来说，卖空也极具风险；只有能力更高、胆量更大的人才敢尝试。所以，投资者不要仅仅因为股价看上去太高了就去卖空一只正在涨升的股票。那样的话，你可能会变得“一贫如洗”。

巴菲特认为，决定是否卖空股票，要看投资标的是否具备持久竞争优势，业务是否发生根本变化，以及股价是否够高。

在 1987 年 10 月股灾之前，巴菲特几乎把手头上的股票卖掉了，只剩下列入永久持股之列的股票，所以遭受的损失较少。巴菲特认为，当有人肯出远高过股票内在价值的价格购买股票，他就会卖出股票。当时，整个股票市场已经到达疯狂的地步，人人争着去买股票，因此，他觉得已经有了卖股票的必要。

如果一位投资者有（多头）100 股中国石化股票，并卖出（空头）100 股，该投资者就是在持仓卖空。该策略经常被称为“完美的避险”。如果中国石化价格下跌，就无损失；相反，如果价格上涨，也无利润。

买入 110 元 100 股中国石化：11000 元

卖出 115 元 100 股中国石化：11500 元

如果两个仓位平仓了结，获利 500 元；如果该股价下跌，利润仍是 500 元；如果股价上升，两个仓位了结，利润也是 500 元。持仓卖空可以通过卖掉多头仓位并买回空头仓位来了结，或者用多头股份平仓以了结空头股份。实际上用股票了结空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头仓位时要求投资者给其经纪人下达一个命令书。如果没有支付股票的交易命令书，一般也就不用支付佣金。

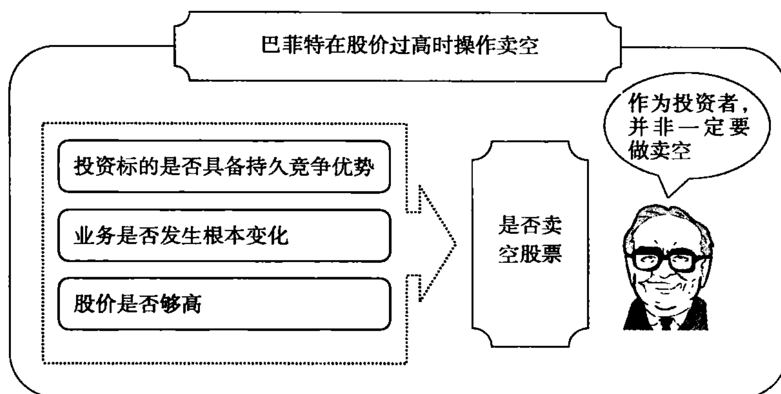


图 6-10 卖空股票的依据

十二、卖掉赔钱股，留下绩优股



不要轻易卖掉绩优股。不能因为股票的上涨就卖掉，好股票涨了还会涨。

不要轻易卖掉绩优股。不能因为股票的上涨就卖掉，好股票涨了还会涨。如果能够以符合商业利益价格的好运气，买进具有持久竞争优势公司的股票，就应该常买不卖。当然，一旦股价够高，出脱持股也绝对是合理之举。作为普通投资者，卖掉正在赔钱并有可能继续下跌的股票是很谨慎的行为。而留下收益显著的股票具有同样的意义，只要它们能够保持基本面的良好。

巴菲特说："不要轻易卖掉绩优股，不能因为股价上涨就卖掉，好股票涨了还会再涨，同时当公司的业绩表现不佳时，最好出脱全数持股，转到新的投资机会，即任何时候都牢记，卖掉赔钱股，留下绩优股。"

这是一个投资者需掌握的最主要的卖出法则之一。一个投资者卖掉正在赔钱的、可能继续下跌的赔钱股而留下收益显著的绩优股，不仅可以最大化自己的收益，同时可以最小化自己的风险。任何股价下跌都是亏损状态。股价下跌让投资人赔钱，损失利润。但是，在什么情况下绩优股会变成赔钱股呢？评判的指标主要有五种：

（1）成长率中等的绩优股股价已经上升 30%，又没有什么特别的喜讯，投资者就应该及时脱手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）周期股企业如需求下降、存货过多、产品价格下跌、产品成本提高，或开工率接近饱和，或新建厂房扩大产能，或国外竞争者进入市场时，投资者就要警惕。

（3）成长股不可能永远成长下去。企业大到一定的规模，其业绩有回归到行业平均数的倾向，此时也需及时卖出。

（4）成长股公司如果过分依赖少数客户或产品易受经济周期的影响，或高级经理人员加入竞争者公司，投资者也需提高警惕，将股票脱手，另寻更有活力、前景更好的公司。

（5）再生股再生之后就转化为别的股票了。

例如，克莱斯勒汽车公司股票原来 2 美元一股，后来长到 5 美元、10 美元、48 美元一股。这时股价也许还会上涨，但已到应该卖掉的时候了。因为股价的 P/E 值已高于利润增长率。假日旅馆股价的 P/E 值涨到 40 时就应该卖掉，因为美国不可能每 20 英里就有一家假日旅馆。雅芳化妆品公司股价的 P/E 值涨到 50 时也应脱手，因为不能指望每两个美国家庭主妇就有一个人使用它的香水。

要确定一只股票是否仍然是绩优股，要看价格调整的原因。如果总体市场走弱或正常的日常波动导致的股价下跌，该股票可能仍然是只绩优股。然而，如果跌价的原因是长期性的，那就必须要止损或是换股了。长期的原因可能包括销售额下降、税务问题、诉讼、熊市正在出现、更高的利率以及对于未来利润的不利影响。这种情况下已经对长期的收入前景造成了不利的影响，这时就应该果断的卖掉赔钱股。

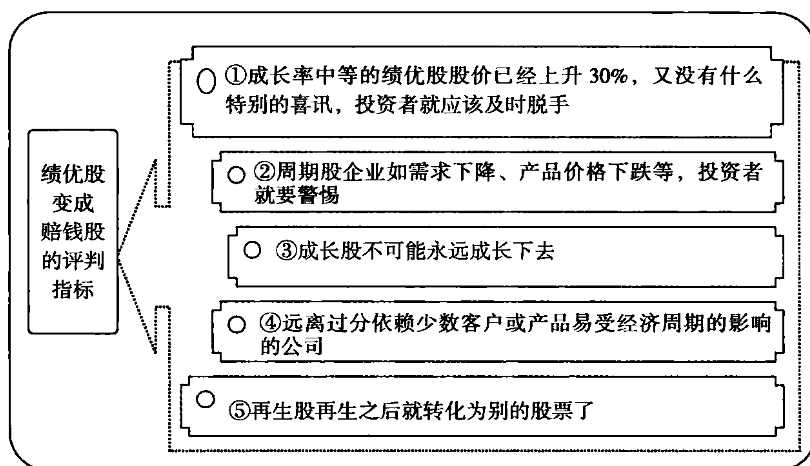


图 6–11 绩优股变成赔钱股的评判指标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十三、疯狂的牛市，你该稍稍休息



当然，比起具有爆发性的高科技或是新创的企业来说，那些被永恒持股的公司的成长力略显不足，但是与其两鸟在林，不如一鸟在手。

一个简单法则：当你看到这些优质公司达到40倍甚至更高的市盈率时，就到该卖出的时候了。但是，如果你在疯狂的牛市中卖出了股票，不要马上将这些资金投出去，因为此时市场上所有股票的市盈率都高得惊人。你能做的就是稍稍休息一下，把手上的钱投资国债，然后静静等待下一个熊市的到来。在熊市来临的时候，你会有机会买到一些廉价的、具有持续竞争优势公司的股票。在不远的将来，你将会成为超级富翁。

1996 年，巴菲特在致股东的信中写道："当然比起那些具有爆发性的高科技或是新创的企业来说，这些被永恒持股的公司的成长力略显得不足，但是与其两鸟在林，不如一鸟在手。

尽管我和查理一生都在追求着永恒的持股，但是真正能够让我们找到的却很少。因此在找到真正的真命天子之前，旁边或许还有好几个假冒者，虽然这些公司曾经是红极一时，但是却经不起竞争的考验。从另外的角度来看，既然能够被称为永恒的持股，查理和我早就有了心理准备，数量绝对不会超过 50 家，甚至都不到 20 家，所以就我们的投资组合来看，除了几家真正合格的公司外，还有另外的几家则极有可能在潜在的候选人的行列。"

巴菲特虽然一直都在宣扬自己的长期投资理论，但是他所描述的好公司并不是我们看到的那样，他的选择条件是极为苛刻的。巴菲特用清仓中石油的举动证明了一点，并不是所有好公司都值得你长期持有，可能符合要求的只有那么几家。

巴菲特曾经说过，如果你不打算将一只股票持有长达 10 年以上，那么你就根本不需要买进。但是投资者需要明白的问题是，做好持有 10 年以上的准备买入一个股票，绝不等于买入后就一定要无条件地持有 10 年以上。纵然，巴菲特一直强调的是，伟大的企业值得永远拥有。但是投资者往往都觉得这句话在强调"永远拥有"，而没有注意到"伟大的企业"是个极为严格的限定。在挑选伟大的值得永远持有的企业时需要特别注意。

曾几何时，巴菲特选择了华盛顿邮报、GEICO 保险、可口可乐和大都会 ABC 这四家企业，但是随着时间的推移又将大都会 ABC 剔除。可见即使是巴菲特曾经扬言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要永远持有的企业，其实还是会根据具体情况随时改变决定。实际上，在看巴菲特整个投资历程中，他离场的时机选择之高妙绝不亚于其入场的水平。

巴菲特还不为我们熟知时，即 1969 年他还在担任类似对冲基金的合伙投资企业管理人的时候，当其通过投资获得巨大收益，但面对大量蓝筹股的市盈率超过 50 倍时，依然选择抛售所有股票投资，清盘合伙公司，选择了退休。而在此举动后不久，一次大熊市的来临让此前那些以 50 倍以上市盈率交易的蓝筹股全部跌至个位数市盈率的估值水平，而巴菲特早已及时离场。



图 6–12　长期投资的附加条件

十四、频繁交易会带来“摩擦”损耗



交易的次数少，使交易佣金等交易成本在投资总额中所占的比重很少；投资者交易次数越多，所需要支付的佣金也就越多。

总体而言，过分活跃的股票市场无形中损害了理性的资产配置，而且使馅饼收缩变小了。亚当·斯密曾认为，在一个自由市场中的所有并非共同协调的行动，会被一只无形的手指引，引导经济取得最大的增长；我们的观点是，赌场式的市场以及一触即发的投资管理人员，就像一只看不见的脚绊倒并减缓了经济增长的步伐。

巴菲特说：“对于长期持有者来说，交易的次数少，使交易佣金等交易成本在投资总额中所占的比重很少；而短期持有并频繁买进卖出，佣金等交易成本累积起来将在投资总额中占较大的比重，由此会减少投资收益。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者交易次数越多，他所需要支付的佣金也就越多。如果投资者想获得超过市场平均水平的超额收益，他每笔投资的收益都应当比市场平均水平还要高出几个百分点，以弥补在交易中的交易成本。假如你的投资收益想超过市场平均收益率8%，而预期市场平均收益率为 10%，同时，由于每笔投资的佣金和交易费用平均占交易金额的 2%以上，那么你每笔投资收益率要达到 20%以上。

查尔斯·埃里斯的研究证明了股市中的一个规律：交易次数越频繁，投资收益越少。他提出了一个简单的公式来说明周转率（交易频率）对投资收益率的影响。资金周转率如果超过 200%的投资者，除非其每笔交易都高出市场几个百分点以上，否则他不可能达到股市平均收益水平。

例如，请你考虑一家净资产收益率为 12%的卓越公司。假设，其股票换手率每年都高达 100%，每次买入和卖出的手续费为 1%（对于低价位公司来说手续费要高得多），股票以账面价值买卖一次，那么我们所假设的这家公司股东们总体上要支付公司当年资产净值的 2%作为股票交易的成本。这种股票交易活动对企业的赢利毫无意义，而且对股东来说意味着公司赢利的 1/6 通过交易的“摩擦”成本消耗掉了（而且这个计算还未包括期权交易，它会使摩擦成本更大）。

所有这些交易形成了一场代价相当昂贵的“听音乐抢椅子”游戏。如果一家政府机构要对公司或者投资者的赢利征 16.66%的新增税收，你能想象这会导致公司和投资者的疯狂般的痛苦反应吗？通过市场过度活跃的交易行为，投资者付出的交易成本相当于他们自己对自己征收了这种重税。

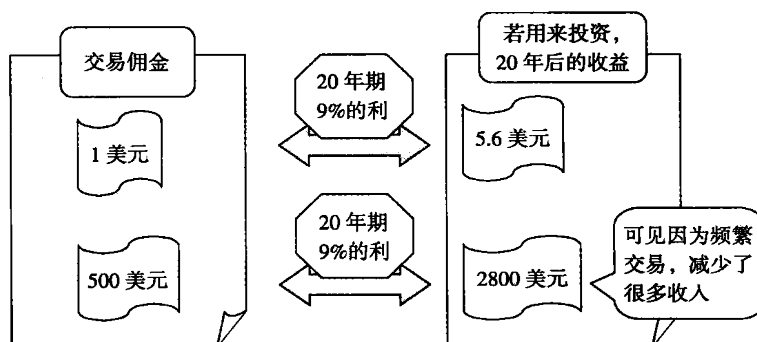


图 6-13　不要频繁交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十五、蜜蜂式的频繁买卖任何时候都不可取



长期持有具有持续竞争的企业股票，将给价值投资者带来巨大的财富，其关键在于投资者未兑现的企业股票收益通过复利产生巨大的长期增值。

巴菲特相信，选择那些能够长期持续保持竞争优势的优秀企业，无论是大牛市还是熊市，长期持有肯定能够取得良好投资业绩。正如巴菲特的导师格雷厄姆所说，投资并不需要天才，只需要适当的智商、良好的原则，还有最重要的一点，就是坚韧的性格。

巴菲特说："长期持有具有持续竞争的企业股票，将给价值投资者带来巨大的财富，其关键在于投资者未兑现的企业股票收益通过复利产生巨大的长期增值。

考虑到我们庞大的资金规模，我和查理还没有聪明到通过频繁买进卖出来取得非凡投资业绩的程度。我们也并不认为其他人能够这样像蜜蜂一样从一朵小花飞到另一朵小花来取得长期的投资成功。我认为把这种频繁交易的机构称为投资者，就如同把经常体验'一夜情'的人称为浪漫主义者一样荒谬。股票市场的作用是一个重新配置资源的中心，资金通过这个中心从频繁交易的投资者转向耐心持有的长期投资者。"

而巴菲特不是将所有买入股票都长期持有，事实上，他认为只有一小部分的股票值得长期持有。

巴菲特曾经买入过数十只股票，其中大部分持有期限长达数年，也有一些股票持有时间较短，但只有可口可乐、CELCO、华盛顿邮报、吉列等少数几只股票买入后一直持有长达 10 多年甚至 20 多年之久。

投资股票很简单。你所需要做的就是以低于其内在价值的价格买入一家大企业的股票，并完全信任这家企业拥有最正直和最能干的管理层。然后，你永远持有这些股票就可以了。

在决定是否长期持有的问题上，大多数人采用股价上涨或下跌的幅度作为判断持有或卖出股票的标准。而巴菲特关注的唯一标准是一个公司的长期价值增值能力。

对于那些投资数额较大的股票，巴菲特大多持有了很多年。而巴菲特的投资决策却取决于企业在那一时期的经营绩效，而不是那个时期的市场价格。在能够拥有整个公司的时候，过度关注短期收益是极为愚蠢的。我们在买入一家公司的一小部分权益（如可流通的普通股）时，却被短期投资的预期收益所迷惑，这也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是不明智的。

作为一名投资者，首要目标应当以理性的价格买入你很容易就能够理解其业务的一家公司的部分股权，而且可以确定在从现在开始的 5~20 年，这家公司的收益肯定有大幅度增长。在未来的一段时间里，你会发现只有小部分的几家公司符合你预期的标准，所以在你看到一家符合你预期标准的公司，就应当买进相当数量的股票。你还必须忍受那些让你偏离以上投资原则的诱惑，如果你不愿意拥有一只股票 10 年，那就不要考虑拥有它 10 分钟。把那些总体赢利会在未来几年中不断增长的公司股票聚集成一个投资组合，那么，这个组合的市场价值也将会不断增加。

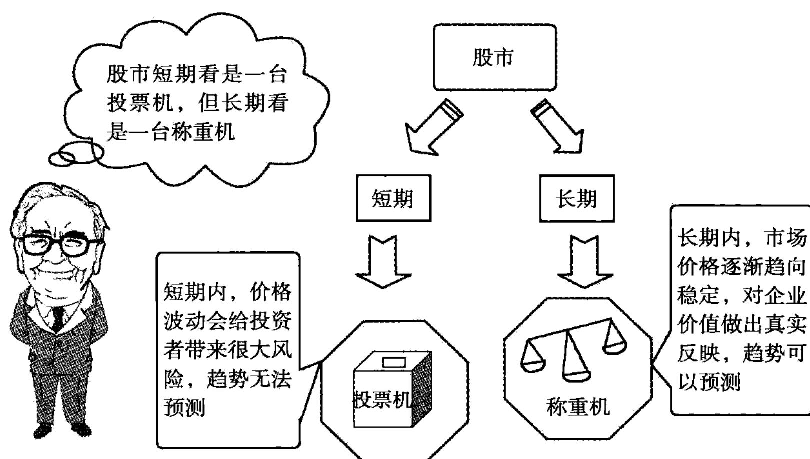


图 6-14　短期持有股票与长期持有股票的结果的区别

十六、“白头到老”有时也需要灵活变通



谁说我只做长期投资，战术应按实情灵活调整。

中长期投资理财，投资者真正需要关注的是股票长期的增长趋势和业绩表现的稳定性，而对应这种特点的操作方法就是长期持有。坚持长期投资的理念，才是众多股票投资者应该持有的健康的投资心态。只有具有耐心的人，才有可能在股票投资中获得最大的利益。

巴菲特说：“我从不认为长期投资非常困难，你持有一只股票，而且从不卖出，这就是长期投资。我和查理都希望长期持有我们的股票。事实上，我们希望与我们持有的股票白头偕老。我们喜欢购买企业。我们不喜欢出售，我们希望与企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终生相伴。”

我们提倡长期投资的理念，不轻易出脱手中的任何股票，然而这并不是说要死守长线不知变通，一旦股价够高，或是有更好的投资机会出现，抑或当企业的基本面发生变化，我们就应该出脱持股，巴菲特又说：“谁说我只做长期投资，战术应按实情灵活调整。”作为备受敬仰的“股神”，巴菲特的进退之道显得相当灵活机动，值得国内各个投资者借鉴。

巴菲特认为，当股票的市价赢利比率从平常的10~25倍涨到40几倍时，股市此时必定出现大规模投机，此刻也是投资者退场之时。

例如，可口可乐在1998年的每股盈余为1.42美元，过去十几年来，其获利的成长率一直保持在12%。换句话说，任何人在1998年用随便哪个价钱买进一股可口可乐，持有至2008年，你将获利24.88美元。再让我们回到1998年，此时你愿意用多少钱买进一股该股票呢？假使当年你以每股市价88美元买进，相当于62倍本益比，你觉得这样划算吗？同时，如果你将这88美元用于投资年利率为6%的公司债券，每年的利息收入是5.28美元，你持有它10年将进账52.8美元，你会做什么样的选择呢？是收益24.88美元的股票，还是获利52.8美元的债券？答案必然是后者！

现在我们再回到1998年，发现当时的可口可乐的股价高到离谱，所以当然不该用62倍本益比买进该股，而应选择乘机出逃。巴菲特在1998年出脱可口可乐的部分持股，但他并非以盈余的62倍出售，而是将近市场价值的3倍，以盈余的167倍卖出。这不能不说是巴菲特的明智之举。

巴菲特常常教导普通投资者：当公司的业绩表现不佳时，最好卖掉全部持有的股票，转移到新的投资机会上。如果投资标的有强大持久的竞争优势，管理阶层也很值得信任，那么你可以继续持有，直到有人用天价向你买时为止。别担心股价的短期波动，因为好公司不在乎。巴菲特特别提醒人们说，持股时须密切注意，业务或外在环境的改变有可能将一家有持久竞争优势的公司改变成一家竞价型公司，更可怕的是好公司可能会被完全拖垮。

要想真正贯彻长线投资的方针，我们必须向西方的投资大师学习，长线持有时需按实际情况灵活调整战术。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

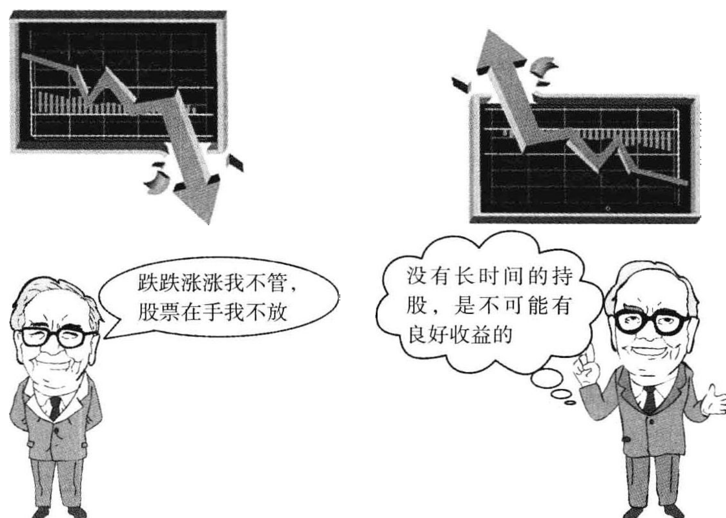


图 6–15 长期持有也需要灵活变通

十七、看准谁是牌局里的“冤大头”



纵观投资大师的成功实践，他们都具备良好的心理素质，就是不过分关注短期股价波动，不追逐市场的短期利益。

要想真正做到不理会短期股价波动，需要我们克服股价短期波动所带来的心理障碍。有些人天生好运，特别能克服由股票价格短期波动所造成的心理障碍，但这种特质也可以靠后天学习培养出来。其中最重要的一点就是要调整惯有的投资操作观念和方法。如观念和操作方式一时无法立即调整过来，可以试着在市场行情发生波动时，让自己处变不惊，不要随意抢着入场投资。

1996 年，巴菲特在致股东的信里说：“当然，股东持有股份的时间越长，伯克希尔公司本身的表现与伯克希尔的投资经验就会越接近，而股东买进或卖出股份时的价格相对实质价值是折价或溢价的影响程度也就越小。”

纵观投资大师的成功实践，我们发现他们成功的最主要因素就是长线持有。而且他们都具备良好的心理素质，就是不过分关注短期股价波动，不追逐市场的短期利益。

“股神”巴菲特堪称是不受市场短期波动起伏影响的具有极好心理状态的典范，这一点我们从他收购内布拉斯加家具店就可见一斑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在奥马哈市有一家名叫内布拉斯加的家具店是全美国最大的家庭用品商店。1983 年，伯克希尔公司收购了该家具店 80%的股份，余下 20%留给那些继续管理家具店生意的原家具店家族成员。路易·布兰肯继续担任总裁职务，他的儿子——罗·艾瑞和史蒂夫都为公司的成功做出了贡献。路易的母亲罗斯·布兰肯，既是家族的女家长又兼家具店的董事长，人们常亲切地称她为 B 夫人。她在 1937 年以 500 美元的资本创建了这个家具店。巴菲特收购该家具店时，B 夫人已经 90 岁高龄，但仍然每周工作 7 天。B 夫人的营销策略是“价格便宜、实话实说”，这条策略从创办家具店的第一天起就没有变过。巴菲特收购她的家具店时，这家营业面积 20 平方米的商店每年的销售额为 1 亿美元。而 10 年之后，年销售额增至 2.09 亿美元，属于伯克希尔公司的税后利润份额高达 2154 万美元。

由于巴菲特做的都是长期投资，所以短期的市场波动对他根本没有影响。尽管大多数人对于下跌的股价总是难以忍受，巴菲特却是非常自信的。他相信自己比市场更有能力评估一个公司的真正价值。巴菲特指出，如果你做不到这一点，你就没有资格玩这个游戏。他解释说，这就好像打扑克牌，如果你玩了一阵子之后，还看不出这场牌局里的“冤大头”是谁，那么“冤大头”就是你。

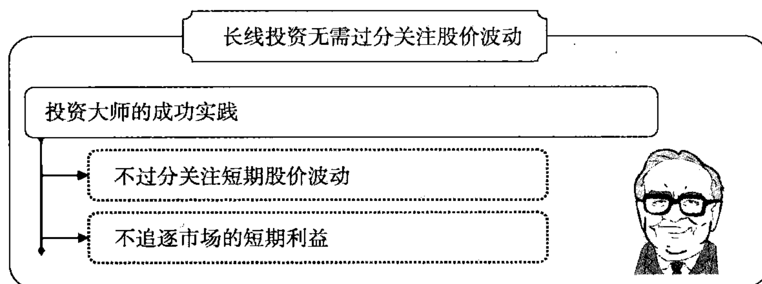


图 6-16 投资大师的成功实践

十八、看准时机可使小利源源不断


如果你有把握在短期套利中获得短差，就可以考虑买入这样的股票。

对于那些试图在股市中可以稳操胜券的投资者，他们只需察看巴菲特始于 20 世纪 20 年代的惊人的套利记录就足够了。在巴菲特的案例中，很明显，推动其年收益超出一个老练的投资者预期水平的一个至关重要的因素就是并购套利，事情就是这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样简单，也是最值得称道的。并购套利的妙处在于可以使投资者的年收益最大化并使你的损失降到最小限度。公司通常会封锁何时达成交易的信息，这对投资者的收益会产生重大影响。

巴菲特在 1982 年的年度报告里写道：“在我看来，格雷厄姆—纽曼公司、巴菲特合伙业务以及伯克希尔连续 63 年的套利经验表明，有效市场理论是多么的愚蠢，少数几个幸运的例子并不能改变这样的结论，我们不必去发掘那些令人困惑的事实或者挖空心思地去探究有关产品与管理的奥秘——我们只是去做那些一目了然的事情。”

善于套利是巴菲特的一项特殊才能。他认为，如果你有把握在短期套利中获得短差，就可以考虑买入这样的股票。如果每一笔交易对你都有利，就会积少成多，从而使得获利非常可观。他自己就经常用这种手法进行短期套利，并且获利颇丰。

所谓套利，是指巧妙掌握股票投资时效，在买入一种期货合约的同时卖出另一种期货合约。这种期货合约对象，可以是同一种期货品种、不同交割月份（表现为跨期套利），也可以是不同期货市场上的同一种期货（表现为跨市套利），更可以是完全不同的两种期货（表现为跨货套利）。

套利的好机会一般出现在公司转手、重整、合并、抽资、对手接收的各关口。在巴菲特有限公司早期，巴菲特每年都以 40%的资金用于套利。

并购套利的运作，实际上是在试图获得股票的市场价格与交易的市场价格之间的差价。交易价格就是一个公司并购另一个公司时支付的价格。例如，甲公司或许会以每股 85 美元的价格买入乙公司。如果乙公司每股的市价为 80 美元，那么一个投资者就可以买入乙的股票，并一直持有到交完达成时再卖给甲公司。这样他就会锁定一个 5 美元的利润。5 美元的利润表示你的 80 美元的投资带来了 6.25%的收益。如果 B 公司的股价跌到 80 美元以下，潜在的收益就更高。

总的看来，巴菲特合伙资产的重要因素就是并购套利。巴菲特很少告知投资者们他正在操作的套利交易的具体形式，但是他会公开他正在运作的交易的规模以及他采取融资手段进行某些交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

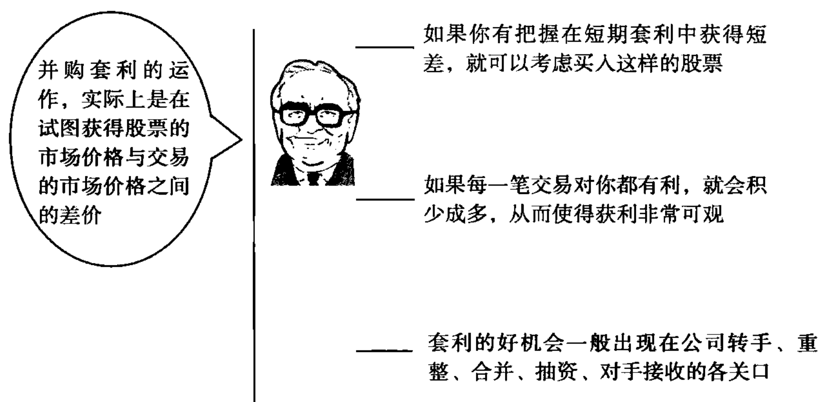


图 6-17　短期套利

十九、套利的好机会出现在公司转手、重整……



如果每笔交易都对你有利的话，把一连串的套利交易汇集在一起，投资者就可以把收益较低的每笔交易最终变成一个获利丰厚的年收益。

巴菲特说："如果每笔交易都对你有利的话，把一连串的套利交易汇集在一起，投资者就可以把收益较低的每笔交易最终变成一个获利丰厚的年收益。"

套利的好机会一般出现在公司转手、重整、合并、抽资、对手接收的各关口。在巴菲特有限公司早期，巴菲特每年都以 40%的资金用于套利。

对于套利的交易，巴菲特持比较谨慎的态度，但是如果能够把握住套利的交易原则，利用这项原则能够实现赢利目标。

（1）投资于"现价"交易而不是"股权交易"，并且只在消息正式公布后才进行交易。以 50 美元进行报价这是应该进行优先考虑的。这时的交易是具有固定的交换比率的。一定要避免有可能使你的最终收益低于原始报价的交易。如果一家股票市值为 50 美元的公司准备交付 1.5 份股票，如果到交易结束时股价降到 30 美元，那么你最终只能得到 45 美元。

（2）确定出预期收益率的下限。在每次交易之前，并计算出潜在的利润和亏损以及它们各自发生的概率，然后确定出交易需要的时间以及你潜在的年度收益，应避免那些低收益的交易。

（3）确保达成最后的交易。如果交易失败，目标股票的价格就会突然下降。许多因素都能够使交易失败，这些因素包括政府的反垄断干预、决策者们在补偿问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的争执或者任何一家公司的股东们投票否决了并购计划、收购商的股票价格突然下跌。某些并购，包括那些涉及公用设施或者外国公司的交易，可能要用一年以上的时间才能完成，这就会在相当长的时间内套牢你的资金。

（4）如果你决定介入“股权合并”交易，一定要选择那些具有高护价能力的交易。在交易活动被宣布之后，并购活动应该能够确保目标股票的价格不至于下降。通常情况下，收购者会根据自身的股票价格提供一个可变动的股份数额。

（5）不要过分的把利润寄托在套利交易上。盲目地选择一桩交易，在长期内可能只会得到一般水平的收益。你必须养成良好的习惯，对所有相关的事实进行仔细的研究。当市场价格与并购价格差距很大时，就表明参与者们正在为交易失败感到忧虑，一些人或许已经获悉了有关交易将无法继续进行的信息。

（6）如果你能够确信交易必然成功的话，不必对用保证金来购买套利股份感到担心。

对于普通的投资者而言，如果坚持以上六项套利交易原则，那么就会大大降低你在套利交易中的损失。当然还需要特别注意的是，套利的主要风险是，一旦你的交易失败后，如果是借钱进行套利的话，那么这就会增加你的亏损。

大多数套利者每年会参与几十次交易，而巴菲特坚持少而精的原则，只找一些重大财务交易事项进行套利。几十年来，他由此获得的年平均套利收益率高达25%。

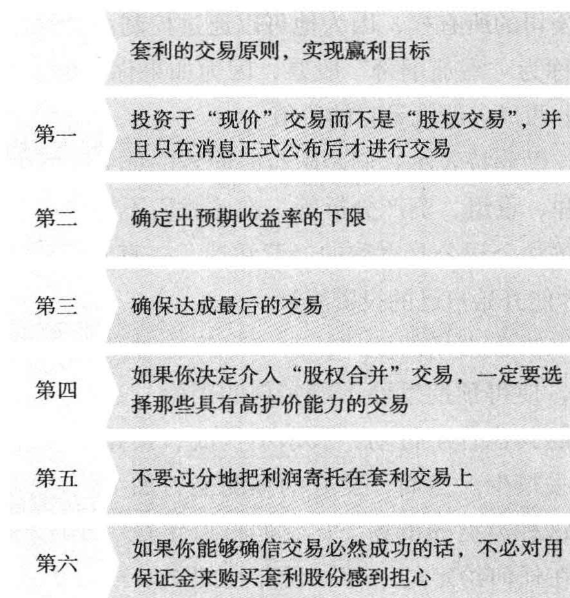


图 6-18 套利交易的六项原则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二十、发现一个雪茄烟蒂，它可能还可以再吸上两口



投资者应用套利模式赚钱应该首先选择那些市场容量相对较大的公司。

投资者需要明白的是，在投资生涯中可能有着很多种套利的形式，比如合并套利、相关价值的套利、可转换套利、定息套利还有其他很多短期操作的特殊形式的套利。事实上对于某个特定的公司来说，比如需要在一宗交易中投入资金的数量规模，从而使得一些市场容量小的投资选择就不再适合这些套利策略了。也就是说，投资者应用套利模式赚钱应该首先选择那些市场容量相对较大的公司。

巴菲特在 1985 年公司年报里说："给某人一条鱼，他只能吃一天；教他去套利，则可享用终生。"

一般市场的投资依靠的是长期价值投资，股票价值主要取决于面值的折现，同时将一些质量标准也应用其中（1964 年的"色拉油丑闻事件"后巴菲特将他大部分的资金投放在美国运通的股票上即为一例）。

通常情况下的控制市场就是对一般市场的"促进"（或"降级"，取决于你的观点），这就表示巴菲特买到的股份足以最终控制这家公司。这种情况通常发生在"雪茄烟蒂"股票上，巴菲特能够以相对面值很大的折价买入股价被严重低估的股票，他并不反对接管该公司的所有权，因为他可以通过控制清盘来保证他的投资能够获利。他将这种股票称为"雪茄烟蒂"股票，因为如果你在地上发现一个雪茄烟蒂，它可能还可以再吸上两口，那就是它的价值。

关于疲软市场，巴菲特表示它们是附有时间表的证券，它们产生于公司的经营活动——出售、合并、重组、资产分拆等。在此我们不谈论有关公司发展的谣言或"内部信息"，而是关注公司公开宣称的经营活动。一直要等到能在报纸上或报表上看到这些消息时，才能开始自己的投资决策。

风险并不主要取决于市场的整体行为（尽管有时候在某种程度上是相关的），而是那些扰乱市场，使得预期发展不能实现的因素。这些令人不愉快的因素包括反托拉斯法或政府的其他管制行动、股东不赞成、预扣赋税规则等。在许多疲软市场中获利量看上去很少。然而，良好的预测能力加上短期持有就会产生一个可观的年收益率。在这种类型的市场上，我们可以年复一年地获得比一般市场上更稳定的绝对利润。在任何给定的一年，巴菲特的 50%或以上的利润都是在这种市场疲软的状况下获得的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

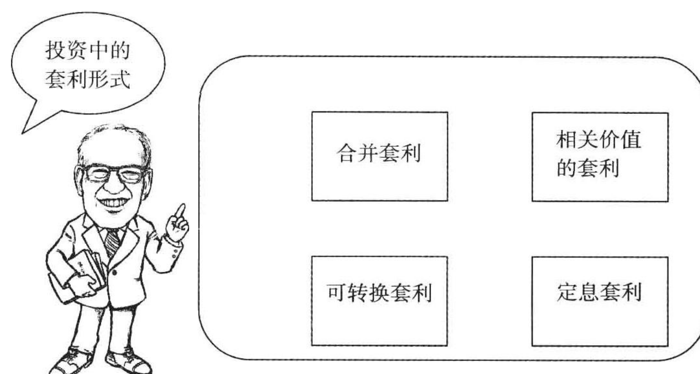


图 6–19 投资中的套利形式

二十一、当钱比想法多时，你该进入这个领域


当我们的钱比想法多的时候，我们有时会进入套利领域。

投资者在应用这种方法进行套利时，应该知道这种策略有两种风险。

第一种风险是基本风险，这种风险发生在两种证券的股票价值在不可能趋于一致的情况下。比如，在母公司可能破产的情况下，而最终在破产之前将资产分拆中的股票价值作为抵押。

第二种风险就是金融风险，即在两种证券价值趋于一致的情况下，这对于最初的套利行为来说很可能就会导致潜在的损失。

巴菲特说："当我们的钱比想法多的时候，我们有时会进入套利领域。"

巴菲特和他的前辈曾经专门研究过另外一种套利——"相对价值"（relative value）套利，这属于巴菲特"债务重组"策略最为基础的部分。相对价值套利就是预先购买一种资产，到时转换成其他的资产，这样就能够获得较大的价值。

简单的列举一个最为突出的例子就是 Palm Computing 公司和 3Com 公司的案例。在 3Com 决定公开将持有的 Palm 股票出售时，Palm 就从 3Com 中分离出来了。在第一天的交易中，Palm 公司的股价就暴涨，以至于 3Com 以前所持有的那部分 Palm 公司股本价值比 3Com 自身最高的市场价值还要高。这个市场有效地度量出 3Com 当前不断发展的经营价值小于业已存在 30 年的能巨大赢利的零经营（zero-business）情况。

另外一个例子发生在 1915 年格雷厄姆就职于 Newburger, Loeb & Company，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偶然发现相对价值套利公司：古根汉（Guggenheim）开发公司。现在曼哈顿闻名于艺术博物馆的古根汉家族就是靠购买和开发矿产而发家的。古根汉开发公司持有很多家矿业公司的股份。在 1915 年 9 月 1 日，这家公司决定把持有的其他公司的股票分发给它的股东。那天的交易价格是每股 68.88 美元，所以格雷厄姆算出买一股古根汉开发公司的股票将带来净套利利润 7.35 美元，他在购买古根汉开发公司股票的同时卖空了相应公司的股票，这样锁定了利润。

在 20 世纪 20 年代，当时杜邦（Du Pont）公司的资本来源于它在战争时期得来的现金，购得通用汽车（General Motors）公司大部分的股票。尽管在那时市场对杜邦公司其他业务大打折扣的同时对 3Com 公司的业务也不够看好，格雷厄姆通过购买杜邦公司股票卖空通用汽车股票而获得的利差作为资本。虽然格雷厄姆还是看重杜邦公司的股票，但只看重通用汽车那部分，而对该公司持有的其他方面股票作为零价值处理。

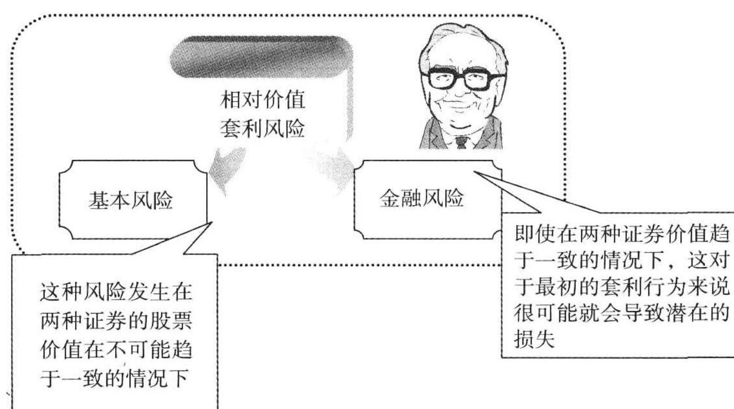


图 6-20　相对价值套利的两种风险

二十二、两个机会，一种风险



单边头大的风险，保留下来的越少，表明套期保值效果越好，投资面临的风险也就越小；相反，如果保留下来的越多，则套期保值效果越差，投资面临的风险也就越大。

任何套利交易都不是完美的，单边头寸的风险，在其对冲投资组合中会有一部分被消除，但仍然会有一部分被保留下来。保留下来的越少，表明套期保值效果越好，投资面临的风险也就越小；相反，如果保留下来的越多，则套期保值效果越差，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资面临的风险也就越大。

2006 年，巴菲特在致股东的信里说："历史证明，随着时间流逝，几乎所有封闭式基金都会进行折价交易，在最初的时候，这些封闭式基金卖出得到的佣金就是 6%，最初的投资者只得到了所投入一元中的 94 分，假如我能够在 X 的价位买开放式基金或以 1.2X 的价位购买封闭式基金，那要让我买封闭基金你得让我相信它的管理者很特别才行，偶尔我会看到封闭式基金很长时间以溢价在交易，但最终它们会回到折价交易。"

巴菲特并不会简单地采用盲目的封闭式基金套利策略，而常常会另辟蹊径。巴菲特在封闭式基金世界里的策略是这样的：

（1）寻找在净资产价值折价的基础上交易的基金。

（2）折价比应有的要大。

（3）寻找使得基金价格趋近于 NAV 的催化剂。这种催化剂可能是公司管理层的更换，也可能是公司出现清算，还可以是自己计划接管基金的控制权，并同时引发上面两种可能的发生。

投资者在应用封闭式基金套利时应该注意的是两个套利机会：一是封闭式基金到期时会转为开放式基金，投资者可以按净值赎回，所以在实施"封转开"停牌前基金价格会大幅上涨，迅速向净值靠拢；二是大比例分红，折价交易的封闭式基金在分红后，折价率会自然上升，如果要回复到分红前的折价率水平，那么交易价格就必须上升，由此也会带来套利机会。即使在市场中存在大量的套利机会的时候，但是在应用的时候仍然不能将它作为一种短期的套利工具，应该将其作为一种长期的投资工具，并同时关注两项指标，一个是折价率大的，另外一个是净值增长速度快的。

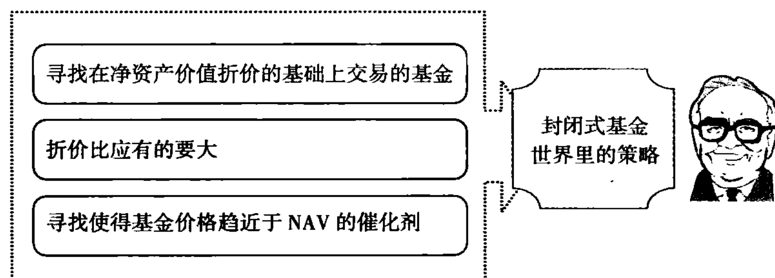


图 6-21 应对封闭式基金的策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二十三、衍生工具应该被视为定时炸弹



金融工具约定了在未来某个时间金钱的换手，而换手金额则取决于其他一些因素，比如利率、股价或者汇率水平等。

根据巴菲特的套利经验，可以总结出五条原则：①投资于“现价”交易而不是“股权交易”，并且只有在消息正式公布后才进行交易；②确定自己预期收益率的下限；③设法确保交易能够最终完成；④一定要选择那些具有高护价能力的交易；⑤不要把利润过分寄托在套利交易上。

2002 年，巴菲特在公司报告里写道：“查理和我对于衍生工具以及交易的看法很简单：我们都将视它们为定时炸弹，然而对于那些涉及其中的利益方和整个经济生活都是如此，这些金融工具约定了在未来某个时间金钱的换手，而换手金额则取决于其他一些因素，比如利率、股价或者汇率水平等。”

固定收入套利不仅是一种策略，而且是通过购买和出售固定收入工具过程中的一系列策略，然后再通过这些策略能够得到一个很少的利得，这通常是两个投资之间的收益差。

用一个很简单的例子来说，假如一个公司有一个收益率为 6%的公司债券和一个期限一样但收益率为 5%的美国政府票据，那么就可以对公司债券做多而对政府票据做空，得到 1%的利差。暂时不考虑违约风险，假如利率发生了变化，这两种票据的收益都会存在一定的风险。如果你对公司债券做多并且利率呈上升的趋势，公司债券的票面价值将会下降，如果这种套期保值处理得当，对利率风险进行套期保值，通过对政府债券做空而持有公司债券，这在相对零风险方法中（假定在公司票据上没有违约风险）还是会得到 1%的利差。

主要的固定收入的策略有：

（1）政府和公司之间的票据价差交易。

（2）收益曲线上的赌博。假如投资者对收益曲线的一部分做多而对另外一部分做空，那么收益曲线上升将是一个直接的赌博。

（3）市政与政府之间的票据价差交易。

（4）对于现金和期货交易，相对于实际债券的需求而言，当债券期货的需求处于低迷的情况时，就会存在可开发的空间。

（5）做资产担保证券（asset-backed securities）和其他种类的固定收入工具之间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价差交易。资产担保证券的例子就是抵押证券。在固定收入的套利策略中，需要套期保值的风险包括信用风险、利率风险、外汇交易风险和预付风险。

这样投资者可以看出，固定收益套利的可能收益非常低，因此大量的杠杆交易被广泛运用（10~25 倍或者更多）。在交易一种债券和它的期货合约之间的价差时，价差可能是很小的基点（每个基点是万分之一）。假如你采用杠杆比例进行固定收益套利时，就好像其他人都看不到的真空钱币一样，固定收入的套利者在迎面开来压路机的情况下，是不会冒险去拾起那些钱币的。

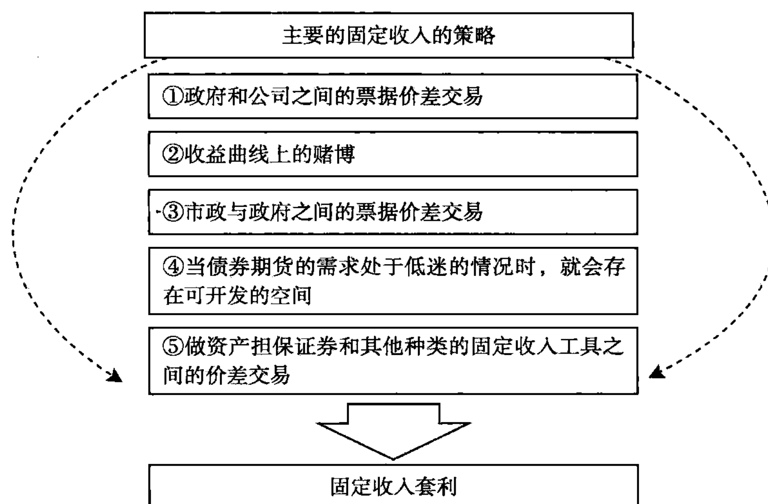


图 6–22 固定收入的策略

二十四、无法辨别榆树和橡树的时候会更冷静



无法分辨榆树和橡树的人，反而能冷静地评估所有的报价。

大多数套利者可能每年会参与 50 次或更多次的交易，而巴菲特只寻找一些重大的财务交易事项。他对自己只参与公开且较友善的套利交易有所限制，并且拒绝利用股票从事可能会发生接收或绿票讹诈的投机交易。多年来他一直没有计算过自己的套利成绩，但是巴菲特算出伯克希尔公司平均每年的税后获利率大约是 25%。由于套利时常用来取代短期国库券，因此巴菲特的交易欲望常随着伯克希尔公司现金存量的起伏而变动。他解释说，更重要的是，套利交易使他免于松动他自行设定的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严格的长期债券投资标准。

巴菲特说："无法分辨榆树和橡树的人，反而能冷静地评估所有的报价。"

在近几年里，大多数套利运作涉及善意或恶意的收购。随着收购狂潮的蔓延，随着反托拉斯的挑战几乎不复存在，以及随着买价常常只上不下，套利活动极度繁荣，套利者也收获颇丰。他们不需要特别的才能就能干得好。

怎样评估套利条件呢？巴菲特认为必须回答三个问题：

（1）预期事件发生的概率有多大？

（2）你的现金可允许被套牢多久？

（3）出现更好的事情的可能性有多大——比如一个更有竞争力的购并报价。

在 1981 年的秋天，伯克希尔公司用每股 33.5 美元的价格开始收购阿卡他公司的股份。在 1981 年 11 月 30 日之前，伯克希尔已经收购了 40 万股，大约占到阿卡他 5%的股份。1982 年 1 月，阿卡他和 KKR 双方签署了正式的契约，与此同时，巴菲特用每股接近 38 美元的价钱，又增购了 25.5 万股的阿卡他股票。虽然交易事项很复杂，巴菲特仍愿意以超过 KKR 每股 37 美元的价格收购阿卡他的股票，显示出他认为政府对于红木林的补偿支付价值会超过零。

几星期之后，交易开始进行。尽管巴菲特曾经假定 KKR 当时有筹措资金的困难。当时房地产行业正在暴跌，银行提供贷款也是非常小心的。阿卡他公司的股东会议被延迟到 4 月。原因是 KKR 不能安排所有资金的筹措，所以他们提供阿卡他公司每股 33.50 美元的低价。但是他们拒绝了 KKR 的提议。直到过了一段时期之后，阿卡他公司接受了其他公司的竞价，用每股 37.50 美元将公司卖掉，再加上一半潜在的政府诉讼补偿。伯克希尔从 2290 万美元的阿卡他投资中，得到了 170 万美元的利润，相当于每年 15%的回报率，这是令人相当满意的利润。

这是伯克希尔公司在套利上成功运作的一个案例。一般认为，巴菲特这项投资所得的利润远比他预期的要好。但实际上在 1989 年之前，套利前景并不是很好。举债收购引发市场上对资金的需求过剩，造成市场环境的混乱。但是巴菲特在别人眼花的时候，慎重地采取了行动。当 UAL 的收购行动崩溃瓦解之时，巴菲特正从套利交易中抽身，借助可转换特别股的出现，伯克希尔公司很容易地从套利交易中跳脱出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

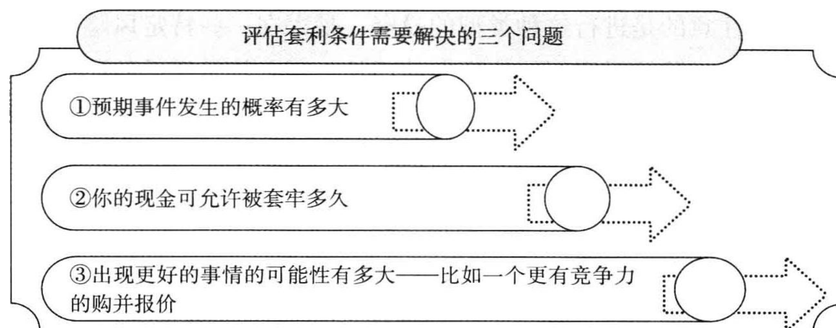


图 6-23 评估套利条件需要解决的三个问题

二十五、当公司已经公告移转时，你可以投资



大多数套利者每年会参与几十次交易，而巴菲特坚持少而精的原则，只找一些重大财务交易事项进行套利。

巴菲特说："有哪种笨蛋会对没公告的移转行为进行投资？只要你动脑子想一想，也许你就可以猜得到，那正是华尔街，他们用脑过度，并总是打着如意算盘，他们认为能够从传闻濒临被接收的公司中获得巨大的利益。如果靠听信传言来做事的话，即使可以获得巨额利益，但同时也意味着须冒极大的风险。"

巴菲特避免风险的方法就是只投资已经公告移转的公司。这听起来很平常，但却是最明智的做法。事实上，所谓的套利基本上就是一项掌握时效的投资。因为所赚取数额是固定的，所以握有股票时间的长短就成为税前年回报率的关键。期限越长，则税前年回报率就越小，期限越短，代表税前年回报率越大。

在 1957~1969 年，巴菲特合伙公司时期，巴菲特就曾经提出，每年套利的投资行为将会为公司带来持续且巨额的利润，并且在市场下挫的年度里，能够为公司提供更大的竞争空间。一旦证券市场走空，股东们和管理部门会开始忧虑公司股票下跌，因此多数倾向于卖出、清算或者进行某部分的重整。如此一来，当市场开始崩盘，投资人的套利机会就开始增多。

当巴菲特处理过近百件套利事件之后，他发现，几乎所有的年回报率都在 25%，这样的获利率通常比起年回报率近 100%的个案更有利可图。华尔街那群金融家们可能会听从传闻行事，但巴菲特却只会在正式公告出售或合并之后才会着手进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者应该注意的是进行这种类型的投资，是存在一些特定风险的。其中之一就是先前讨论过的，移转时间可能比预期的还长。还有就是最后的移转失败，一般情况我们会说，这是倒霉到家的事。有千百万个理由会导致公司的移转比预计的时间久，或是终究移转不成。任何事都足以坏事。

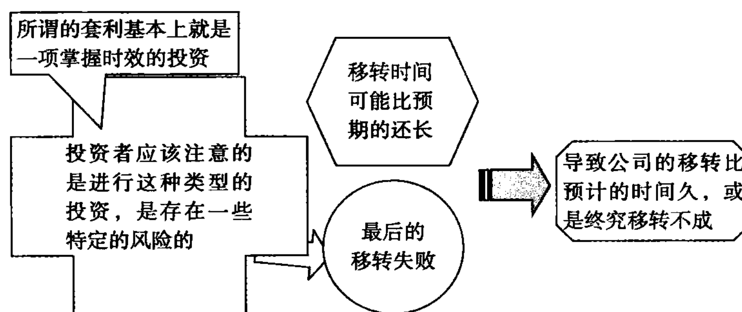


图 6-24　套利需要掌握时效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

你不必像别人一样恐慌

——巴菲特教你如何防范风险

一、不要想着一夜暴富



没有只涨不跌的市场，也没有只赚不赔的投资产品。不顾一切、盲目投资无疑是危险行为。

对于投资者而言，“避免风险，保住本金”这八个字说起来容易，做起来难。股市有风险，似乎人人皆知，但是，当人们沉醉在大笔赚钱的喜悦之中时，头脑往往会发热，就很容易把“风险”两字丢到一边。世界上“没有只涨不跌的市场，也没有只赚不赔的投资产品”。在成熟度不高、监管不规范、信息不对称、经常暴涨暴跌的中国股票市场，不顾一切、盲目投资无疑是危险行为。

巴菲特说：“投资成功的秘诀有三条：第一，尽量避免风险，保住本金；第二，尽量避免风险，保住本金；第三，坚决牢记前面两条。”三条秘诀，反复强调，就是一条：“避免风险，保住本金。”

实际上，巴菲特这三条秘诀总结起来就是八个字：避免风险，保住本金。巴菲特的名言是他投资股市的经验总结。他从 1956 年到 2004 年的 48 年中，股市的年均收益率也只有 26%。由此可见，他的巨额家产也不是一夜暴富得来的。

以中国股市来说，自从 2006 年股市一路高歌以来，大众亢奋和羊群效应越发明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显。越来越多的人认为，股市成了一只“金饭碗”，只要投钱进去，“金饭碗”里就能源源不断地生钱出来。左邻右舍相继入市，农民开始炒股，和尚开始操盘，即使平日最保守、最沉着的人也摇摇晃晃地入市了。有人卖房、有人贷款、有人辞职，证券营业部人满为患，系统不堪重负，上班族人心浮动……恐怕没有人不承认，现在的股市泡沫已经令人担忧。可既然大家都知股市泡沫重，为何还如此疯狂？显然，面对股市，我们已经不仅从投资越入了投机，而且从投机越入了赌博！

中国股市，从一定角度讲还是一个资金市，源源不断的资金进入，才是行情不断高涨的根本原因。在股市的狂热下，炒股者大多会觉得总有后来者，就像掉进传销网络的人，总认为还有大量的下线等着送钱进来。可历史早就证明，没有哪一波大牛市不是以套牢一大批投资者作为最后“祭品”的，这一点，炒股者也“理性”地清楚。前方是巨大的利益引诱，后面是怕成“祭品”的担忧，使贪婪与恐惧这两种人性弱点最充分地体现在了炒股者身上。

中国监证会于 2007 年 5 月 11 日发出通知，要求加强对投资者的教育，防范市场风险。并且特别要求、“告诫”那些抵押房产炒股、拿养老钱炒股的投资者，千万理解并始终牢记：切勿拿关系身家性命的生活必需和必备资金进行冒险投资。可谓良药苦口，正当其时。

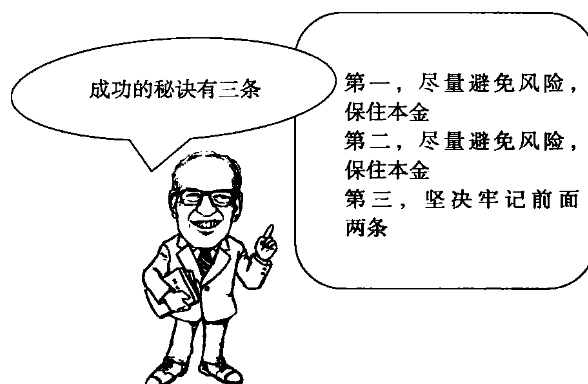


图 7-1 三条成功秘诀

二、当身处洞穴时，最重要的就是停止挖掘



巴菲特在投资过程中的经验教训是一旦该项投资遇到不可测的风险时，绝不要恋战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功投资的秘诀有哪些呢？巴菲特给出了自己的答案："投资成功的秘诀有三条：第一，尽量避免风险，保住本金；第二，尽量避免风险，保住本金；第三，坚决牢记前面两条。"

巴菲特之所以采用这种方式表达，是在强调投资中避免风险和保住本金是最重要的，这是投资获胜的前提和基础，是投资活动中的重中之重。

2005 年，巴菲特在致股东的信里说："为了满足保险客户的需求，1990 年通用再保险设立衍生交易部门，但在 2005 年我们平仓的合约中有一个期限竟然是 100 年。很难想象，这样的一个合约能够满足客户的哪方面的需求，除非是可能只关心其补偿的一个交易商在他的交易登记簿中有一个长期合约需要对冲的需求。"

巴菲特在投资过程中的经验教训是一旦该项投资遇到不可测的风险时，绝不要恋战。

2004 年 3 月，美国国际集团承认公司对一些账目处理不当，伯克希尔·哈撒韦下属的通用再保险公司曾经与其合作过一笔"不符合规定"的再保险交易，这笔业务应该属于贷款而非保险交易。

通用再保险公司自从 1998 年被收购以后就一直风波不断，1998 年与同属伯克希尔·哈撒韦的国家火险公司为 FAI 保险公司出售再保险产品，经商定后达成秘密协议：FAI 公司在 3 年内不得寻求保险赔偿。这项规定在很大程度上弱化了该产品转移风险的功能，摇身一变成了短期贷款。FAI 公司不久被澳大利亚第二大保险商 HIH 公司收购，因 FAI 公司的资产负债表被人为美化，HIH 公司利润也随之虚增。澳大利亚监管部门调查后决定，自 2004 年 10 月开始禁止通用再保险公司的 6 位主管在澳大利亚从事保险业活动。澳大利亚监管部门还发现，违规操作的再保险产品来自通用再保险公司位于爱尔兰首都都柏林的一个团队，而爱尔兰金融服务管理局也开始对通用再保险公司在爱尔兰的经营活动展开调查。

2004 年 3 月，该公司公布的赢利报告显示上年净利润下降 10%，由 2003 年的近 82 亿美元减至 73 亿美元。相比美国股市的总体表现，巴菲特在股市上的投资业绩最近几年出现了明显下滑。以标准普尔 500 指数为例，该指数成份股在 2003 年和 2004 年的平均账面净值增长率分别达到 28.7%和 10.9%，均超过了巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司。与股市投资不景气相对应的是，伯克希尔·哈撒韦公司的现金大量闲置，截至 2003 年 12 月，公司的现金存量由 2003 年的 360 亿美元升至 430 亿美元。2003 年，伯克希尔决定让通用再保险退出酝酿巨大风险的衍生品业务，当时它有 23218 份未平仓合约。2005 年初下降为 2890 份，2005 年底平仓合约减至 741 份，此举在当年让伯克希尔付出了 1.04 亿美元的代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于普通的投资者而言，也许你在投资道路上总会遇到不可测的风险，在这种时候，大多数投资者似乎都会抱着一丝希望，但正是这种渺茫的希望让他们陷得更深。事实上，在这种时候正确的做法就是，无论暂时的斩仓痛苦有多大，坚决退出。如果巴菲特当时不退出，2008 年的“次贷危机”爆发后，他也许就退不了了。

三、永久性的优先



所谓的优先股是相对于普通股而言的。主要指在利润分红及剩余财产分配的权利方面，优先于普通股。

特别优先股可以给投资者特别的保护，巴菲特在“次贷危机”中，仍然敢于买进通用电气和高盛的股票，这两只股票同样都是特别优先股。这类股票拥有股价上的安全边际，能够合理地利用自己的话语权去建立技术性的安全边际，这也是一项厉害的投资技术。

1996 年，巴菲特在致股东的信中写道：“当维京亚特兰大航空公司的老板理查德·布兰森被问到要怎么样才能变成一个百万富翁的时候，他的回答是：‘其实也没有什么，你首先需要变成一个亿万富翁，然后再去购买一家航空公司就可以了。’”

在 1989 年的时候巴菲特决定以 3.58 亿美元的价格购买年利率为 9.25%的特别股。在那时候，他非常喜欢美国航空的总裁埃德·科洛德尼，直到现在仍然没有改变。但是，巴菲特觉得他对于美国航空业的分析研究实在是过于肤浅并且错误百出，他被该公司过去历年的获利能力所蒙骗，并且过于相信特别股提供给我们债券上的保护，以致他们忽略了最为关键的一点，美国航空公司的营业收入受到了毫无节制的激烈价格战后大幅下降，同时该公司的成本结构却仍然停留在从前管制时代的高档价位上。

从巴菲特上面的这项投资中，能够看出巴菲特在当初的投资时买的是“特别优先股”，那就意味着公司每年要付给伯克希尔公司 9.25%的利息，加之还有一项“惩罚股息”的特别条款，这就意味着如果该公司要延迟支付股息的话，除了需要支付原有欠款外，同时还必须支付利率 5%的利息。

所谓的优先股是相对于普通股而言的。主要指在利润分红及剩余财产分配的权利方面，优先于普通股。在公司分配赢利时，拥有优先股票的股东比持有普通股票的股东分配在先，而且享受固定数额的股息，即优先股的股息率都是固定的。普通股的红利却不固定，视公司赢利情况而定，利多多分，利少少分，无利不分，上不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

封顶，下不保底。

以巴菲特 2008 年 50 亿美元买入的高盛优先股为例，优先股和债券一样，享有固定的红利（利息）收益。高盛给巴菲特的是 10%，意味着每年高盛要支付 5 亿美元的固定红利，当然如果以后高盛的分红率更高，巴菲特也只能拿 10%，但这已经大大高于国债利率。除了安全，巴菲特没有放弃可能的暴利机会，同时获得了一个认股权证，5 年内可以以每股 115 美元的价格，认购 50 亿美元额度之内的高盛股票，当然现在高盛的股价已经大大低于 115 美元，但是只要 5 年内高盛股价高过这个价格，巴菲特还可以从认股权中获得超额利润。

由于巴菲特选择的是“永久性优先股”，意味着不能转成普通股，但是只要不被赎回，就可以永远拿 10%的股息。当然，巴菲特也并非绝对安全，如果高盛真的破产的话，他的权利也无法兑现。但是优先股的股东可先于普通股股东分取公司的剩余资产。

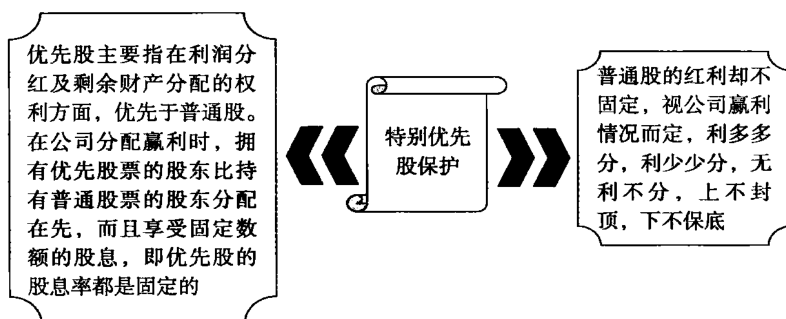


图 7-2 优先股

四、只等待完美的击球机会



许多投资人的成绩不好，是因为他们像打棒球一样，常常在位置不好的时候挥棒。

投资是“马拉松竞赛”而非“百米冲刺”，比的是耐力而不是爆发力。对于那些短期无法预测而长期具有高报酬率的投资，最安全的投资策略是：先投资，等待机会再投资。投资人应记住的是，在下降通道中参与投资，风险无形中放大了好多倍，成功率大大降低，所以，请耐心等待重大投资机会的到来。

巴菲特说：“许多投资人的成绩不好，是因为他们像打棒球一样，常常在位置不好的时候挥棒。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特说，在他的投资生涯中，曾经至少三次看到市场有太多的资金流窜，想要用这一大笔资金从事合理的活动似乎是不可能的事情。然而，4 年过后，却看到了“我一生中最好的投资机会”。

其中一次是发生在 1969 年，也就是巴菲特结束他首次的投资合伙事业的时候，这个过程值得“巴菲特迷”们好好去研究，因为对很多中国的“巴菲特迷”来说，如何挖到第一桶金很重要。目前巴菲特管理几百亿美元的经验，对想获得第一桶金的投资人来说，并没有太大的意义。1998 年，当长期资本管理公司这家避险基金公司出现问题的时候，投资界突然出现了“绝佳的投资机会”。

托伊·科布曾说过：“威廉姆斯等球时间比别人都多，是因为他要等待一个完美的击球机会。这个近乎苛刻的原则可以解释，为什么威廉姆斯取得了在过去 70 年里无人能取得的佳绩。”巴菲特对威廉姆斯敬佩有加，在好几次场合，他与伯克希尔的股民分享威廉姆斯的近乎苛刻的原则。在《击球的科学》(The Science of Hitting) 一书中威廉姆斯解释了他的击球技巧。他将棒球场的击球区划分成 77 块小格子，每块格子只有棒球那么大。巴菲特说：“现在，当球落在‘最佳’方格里时，挥棒击球，威廉姆斯知道，这将使他出击最好的成绩；当球落在‘最差’方格里时，即击球区的外部低位角落时，挥棒击球只能使他击出较差的成绩。”

威廉姆斯的打击策略如果运用到投资上显然极为恰当。巴菲特认为，投资就像面对一系列棒球击球那样，想要有较好的成绩，就必须等待投资标的的最佳机会的到来。许多投资人的成绩不好，是因为常常在球位不好的时候挥棒击球。也许投资人并非不能认清一个好球（一家好公司），可事实上就是忍不住乱挥棒才是造成成绩差的主要原因。

那么，我们怎样才能克服这种毛病呢？巴菲特建议，投资人要想象自己握着一张只能使用 20 格的“终身投资决策卡”，规定你的一生只能做 20 次投资抉择，每次挥棒后此卡就被剪掉一格，剩下的投资机会也就越来越少，如此，你才可能慎重对待每一次的投资机会和时机。对又低又偏外角的球尽量不要挥棒，威廉姆斯就是宁愿冒着被三振出局的风险，也要等待最佳打点时机的到来。投资者是否能从威廉姆斯等待最佳打点时机中获得启迪呢？巴菲特说：“与威廉姆斯不同，我们不会因放弃落在击球区以外的三个坏球而被淘汰出局。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、在买入价格上留有安全边际


在分析股票价值时，运用安全边际可以帮我们真正实现买价零风险。

理性投资者是没有理由抱怨股市的反常的，因为其反常中蕴含着机会和最终利润。从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者低价买入的机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者高价卖出的机会……测试其证券价格过低还是过高的最基本的方法是，拿其价格和其所属企业整体的价值进行比较。

巴菲特说："……我们强调在我们的买入价格上留有安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会对买入产生兴趣。我们相信这种'安全边际'原则——本·格雷厄姆尤其强调这一点——是成功的基石。"

上面的这段话不仅揭示出了安全边际的实质内涵，即股票的内在价值和股票的市场价格之间的差距，而且强调了在分析股票价值时运用安全边际可以帮我们真正实现买价零风险。

美国运通银行属于全球历史最悠久、实力最强大的银行之一。它在 1981 年的时候开始推出旅行支票，它可以解决人们旅行时带大量现金的不便。1958 年，推出了信用卡业务，开始引导了一场信用卡取代现金的革命。截止到 1963 年，美国运通卡已经发行 1000 多万张，这家银行当时在美国的地位就像中国工商银行在中国的地位一样强大。但美国运通后来出现了问题。联合公司是一家很大的公司，运用据称是色拉油的货物仓库存单作为抵押，向美国运通贷款。但是当联合公司宣布破产后，清算时，债权人想从美国运通收回这笔抵押的货物资产。美国运通在 1963 年 11 月的调查时发现，这批油罐是色拉油与海水的混合物。由于这次重大诈骗，使美国通用的损失估计高达 1.5 亿美元。如果债权人索赔的话，可能会导致美国运通资不抵债。这个消息导致华尔街一窝蜂地疯狂抛售美国运通的股票。1964 年年初，短短一个多月，美国运通的股票股价就从 60 美元大跌到 35 美元，跌幅高达 40%。

在这期间，巴菲特专门走访了奥马哈的餐馆、银行、旅行社、超级市场和药店，但是他发现人们结账时仍旧用美国运通的旅行支票和信用卡。当时他根据调查得出的结论是这场丑闻不会打垮美国运通公司，它的旅行支票和信用卡仍然在全世界通行。巴菲特认为，它这次遭遇巨额诈骗，只是一次暂时性损失而已。从长期来看，任何因素都不可能动摇美国运通的市场优势地位。1964 年，巴菲特决定大笔买入，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他将自己管理的40%的资金全部买入美国运通公司的股票。不久诈骗犯被抓住并被起诉，美国运通与联合公司达成和解，双方继续正常经营。在后来的两年时间里美国运通的股价上涨了3倍，再后来的5年的时间里股价上涨了5倍。

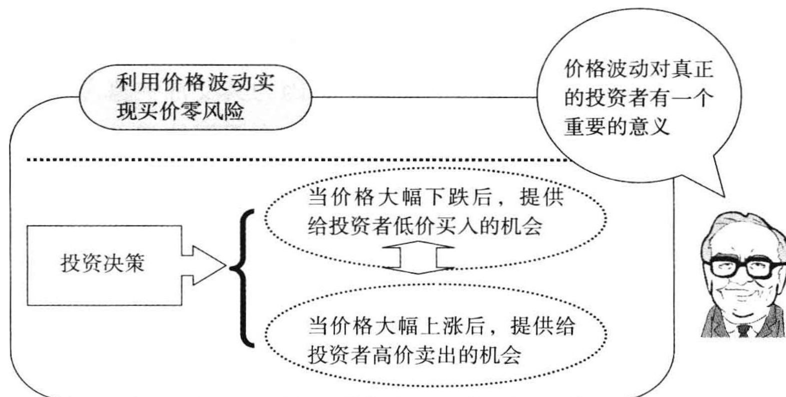


图 7-3　价格波动的意义

六、巴菲特神奇的"15%法则"



价格和收益是相关联的：价格越高，潜在的收益率就越低；反之亦然。

毫无疑问，如果投资者以正确的价格购买正确的股票，获得15%的年复合收益率是可能的。相反，如果你购买了业绩很好的股票却获得较差的收益率也是很可能的，因为你选择了错误的价格。大多数投资者没有意识到价格和收益是相关联的：价格越高，潜在的收益率就越低；反之亦然。

1989年，巴菲特在给股东的信里写道："我们还面临另一项挑战：在有限的世界里，任何高成长的事物终将自我毁灭，若是成长的基础相对较小，则这项定律偶尔会被暂时打破，但是当基础膨胀到一定程度时，好戏就会结束，高成长终有一天会被自己所束缚。"

巴菲特在购买一家公司的股票之前，他要确保这只股票长期内至少获得15%的年复合收益率。为了确定一只股票能否给他带来15%的年复合收益率，巴菲特尽可能地来估计这只股票在10年后将在何种价位交易，并且在测算公司的赢利增长率和平均市盈率的基础上，与目前的现价进行比较。如果将来的价格加上可预期的红利，不能实现15%的年复合收益率，巴菲特更倾向于放弃它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，在 2000 年 4 月，你能够以每股 89 美元的价格购买可口可乐的股票，并假设你的投资在长期内能够获得不低于 15%的年复合收益率。那么，当 10 年之后，可口可乐的股票大致可以卖到每股 337 美元的价格，才能使你达到预期目标。关键是假如你决定以每股 89 美元的价格购买，那么你就要确定可口可乐的股票能否给你带来 15%的年复合收益率。这需要你衡量四个指标：其一，可口可乐的现行每股收益水平；其二，可口可乐的利润增长率；其三，可口可乐股票交易的平均市盈率；其四，公司的红利分派率。只要你掌握了这些数据，你就可以计算出这家公司的股票的潜在收益率。

仍然以可口可乐为例，可口可乐股票的成交价为 89 美元，连续 12 个月的每股收益为 1.30 美元，分析师们正在预期收益水平将会有一个 14.5%的年增长率。再假定一个 40%的红利分派率，假设可口可乐能够实现预期的收益增长，截至 2009 年，每股收益将为 5.03 美元。如果用可口可乐的平均市盈率 22 乘以 5.03 美元就能够得到一个可能的股票价格，即每股 110.77 美元，加上预期 11.80 美元的红利，最后你就可以获得 122.57 美元的总收益。

数据具有很强大的可信度，10 年后可口可乐股票，必须达到每股 337 美元（不包括红利）才能够产生一个 15%的年复合收益率。然而数据显示，那时可口可乐的价位每股 110.77 美元，再加上 11.8 美元的预期红利，总收益为每股 122.57 美元，这就意味着将会有 3.3%的年复合收益率。如果要达到 15%的年复合收益率，可口可乐目前的价格只能达到每股 30.30 美元，而不是 1998 年中期的 89 美元。所以巴菲特不肯把赌注下在可口可乐股票上，即使在 1999 年和 2000 年早期可口可乐股票一直在下跌。

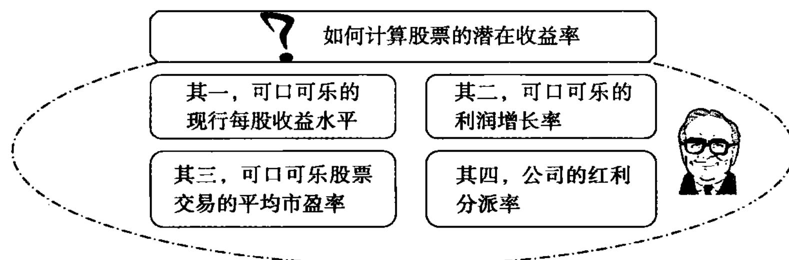


图 7-4 计算潜在收益率的四个指标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

七、股票越跌越安全



垃圾债券市场所涉及的企业更为冷僻，但是一旦做出正确的决策，它却能够给你带来高额的回报率。

在高收益率的垃圾债券市场中投资，投资技巧和在股市投资是相似的，两者都需要衡量价格与价值的关系。并且，都需要在上百个投资对象中寻找数量很少的、回报风险比率较有吸引力的品种。虽然巴菲特也承认垃圾债券市场所涉及的企业更为冷僻，但是一旦做出正确的决策，它却能够给你带来高额的回报率。

2003 年，巴菲特在致股东的信里写道："低价格最常见的起因是悲观主义，有时是四处弥漫的，有时是一家公司或一个行业所特有的。我们要在这样一种环境下开展业务，不是因为我们喜欢悲观主义，而是因为我们喜欢它造成的价格。乐观主义才是理性投资者的大敌。"

巴菲特总是唱着与华尔街不同的调调。每当提到巴菲特，很多人总是把他和华尔街联系起来，并渴望从他那里取到真经，然而事实上，巴菲特与华尔街机构（更不要说一般的散户）对股市的理解是完全不同的。

巴菲特很坦诚地表示他喜欢股票下跌，并且越低越好。其实，这就是以交易为目标的华尔街思维和以企业投资为目标的伯克希尔理念的根本不同之所在。

2002 年，巴菲特在投资上出了一些奇招，开始对一些垃圾债券进行投资，从结果来看，他在这方面的投资获得了 5 倍的收益，截至 2002 年年底，这部分资金已经增加到了 83 亿美元。伯克希尔的投资组合中，以往投资在固定收益证券所占比例远远低于其他保险公司。1993 年，伯克希尔投资组合中 17%的投资包括在债券和优先股在内的固定收益证券中，然而大多数的其他保险公司这个比例要在 60%~80%。他对垃圾债券的态度很谨慎，他认为这个新的投资工具是"冒牌的堕落的天使"，因为在发行之前它们就是垃圾。

20 世纪 80 年代末 90 年代初垃圾债券市场崩溃时，巴菲特说："金融界的天空因为衰败公司的尸体而变得阴暗。"

1989~1990 年，巴菲特以低于债券面值的价格购买了 RJR 纳比斯柯公司 4.4 亿美元的垃圾债券。1988 年，KKR 公司凭借银行贷款和发行垃圾债券成功地以 250 亿美元价格收购 RJR 纳比斯柯公司，这在当时看来是一项十分轰动的"大交易"。但由于后来垃圾债券的市场崩溃，殃及 RJR 垃圾债券。巴菲特却认为投资该债券能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得 14.4%的收益，并且这种低落的价格还提供了潜在的资本收益。直到 1991 年，RJR 公司宣布将按债券的票面价值赎回大部分垃圾债券。这一公告促使其债券价格上涨了 34%，巴菲特从这项投资中获得 1.5 亿美元的资本收入。

巴菲特说："购买垃圾债券证明是利润很高的一项业务。虽然普通股在跌了 3 年以后价格已经很吸引人，但是我们还是觉得很少有股票能够吸引我们。" 2003 年，巴菲特在给投资者的信中写到他将关闭其公司的衍生品业务，因为他觉得金融衍生品是"定时炸弹"，很难评估价值。

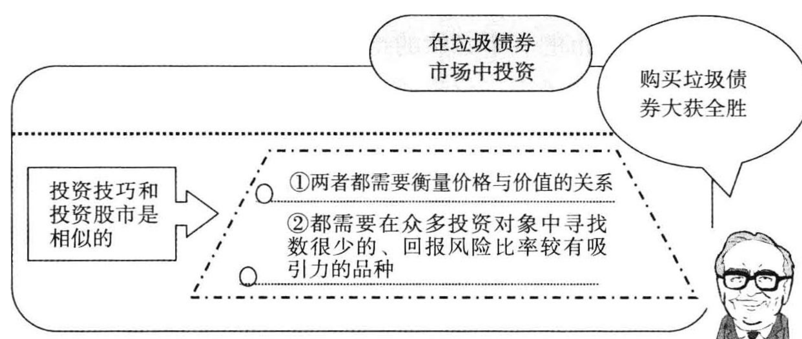


图 7-5 购买垃圾债券的技巧

八、紧随市场环境的变化而变化



任何时期的任何行情，最大的投资机遇和最大的投资风险一定是来自价值标准的变化！

无论是偶然还是经过深思熟虑，巴菲特都应该被看做是历史上最机敏的市场调节者之一。他拥有"能感觉到市场存在很大的危险"的能力，或者是当别人认为是危险时他却看到了投资机会。

巴菲特说："如果任何一个人准备去做任何一件愚蠢的事的时候，市场在那里只是作为一个参考值而存在着，当我们投资于股票的时候，我们也是在投资商业。"

任何时期的任何行情，最大的投资机遇和最大的投资风险一定是来自价值标准的变化！同样的青菜，在春、夏、秋、冬有不同价格，因为它在不同时期所体现的价值不一样，人们衡量它的价值标准也不一样，价格自然会不同。更主要的是，青菜的价值与肉食的价值是不一样的，因此，其所对应的市场价格也是截然不同的。

随着社会经济的不断发展，体制改革的逐渐深入，以及对外开放的日益扩大，我国股票市场所面临的客观环境也出现了一些变化，主要表现在四个方面：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）股份全流通，股票市场的本色得以恢复。2005年5月份开始启动的股权分置改革，让占总股份2/3以上的非流通股逐渐实现自由流通，证券市场的基本功能有了能够发挥的基础和条件。股份全流通在相当程度上把控股股东、上市公司管理层和广大中小股东的利益紧密结合在一起，使控股股东和上市公司管理层不再漠视公司股票的市场表现。股份全流通使我国证券市场恢复了本色，成为真正意义上的证券市场，今后彻底走向市场化和国际化完全可以预期。

（2）整体上市已成趋势，国家战略资产越来越多地转入可流通状态。股改以后，股票市场出现了一股整体上市的风潮。从国家、企业和投资者三个角度看，这种风潮都具有积极意义。整体上市的一个必然的结果是，越来越多的国家战略资产将从原来的高度控制状态逐步变成可市场化流通状态。对于国有资产管理者来说，这是一个全新的课题。

（3）国际资本进出我国的规模日益扩大，社会经济影响不断增强。随着对外开放的不断深入，国际资本进出我国的规模日益扩大，目前已成为一支不可忽视的力量。对于国际资本，我们在表示热烈欢迎的同时，还应该保持应有的谨慎。至于那些缺乏约束、流动性极强且来去诡秘的国际游资，我们除了保持谨慎外，还需要给予高度的警惕。

（4）虚拟经济对实体经济的反作用力越来越强。我国股票市场总市值与GDP的比例随着市场规模的不断扩大和股价指数的快速上升而明显提高：2005年上半年，该比例还不到18%，而现在已经接近90%了。股改前由于2/3以上的股份不能流通，所以股票总市值存在很大程度上的失真，股改以后，非流通股逐渐转为可流通，总市值也就变得真实可靠起来。

面对上述新的环境，使得股票机会与风险的标准也产生了变化，作为投资者，我们只有及时适应这个变化，才能有效识别机会与风险。

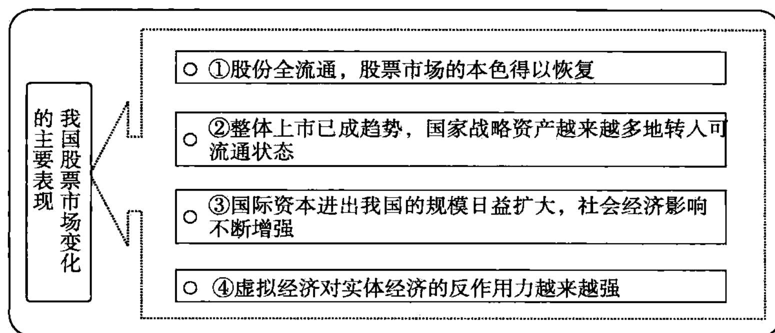


图7-6　我国股票市场变化的主要表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九、你可以冒险，前提是一定要有赢的把握



对于投资者来说，适当的冒险也是投资所必需的，但前提是你得计算好自己的获胜概率。

股市中有一句话说得很好，就是收益总是伴随着风险。有时候投资者对投资的品种是有十足的信心和把握的，但是大多数情况下是不确定的。但是如果因为可能存在损失就不进行投资的话，恐怕你也会错失很多获利机会的。所以对于投资者来说，适当的冒险也是投资所必需的，但前提是你得计算好自己的获胜概率。

1997 年，巴菲特在致股东的信里写道："有时我们同样也不能为我们的资金找到最理想的去处——为找到经营良好、价码合理的企业，这时我们会选择将资金投入一些期间较短但品质还不错的投资品种上，虽然我们也很清楚这样的做法可能无法像我们买进好公司那样稳健地获利，甚至在少数情况下会出现赔钱的可能，不过从总体情况来说，我们相信这些投资品种赚钱的概率还是远高于赔钱的概率的，只是最大的问题是它的获利能够在什么时候出现。

当然，在这种情况下，不留有现金而是去投资零息债券也是存在风险的，这种基于总体经济分析的前提下的投资绝对不敢保证百分之百能够成功，不过查理和我也绝不会轻易放弃这样的投资机会，而是会绝对会运用我们最佳的判断能力，大家可不是请我们来闲着没事干，当我们认为我们有赢的把握时，我们就会毫不犹豫地去做一些有别于惯常投资的行为。"

从上面这段话你是否能够看出，巴菲特也并非总是能够找到令自己极为满意的投资机会的，这也是普通投资者会遇到的难题。但是比闲置资金更好的选择就是选择一些胜算颇大的投资品种，也许它确实存在一些风险，但毕竟在这种情况下，损失是小概率事件。

比如，1997 年巴菲特就不同于往常地参与了三起非针对企业股权的投资。第一个是 1400 万桶的原油期货合约。这是他在 1994~1995 年所建立 4570 万桶原油的剩余仓位，当初他之所以会建立这些仓位，主要出于当时的石油期货价位有些被低估的考虑下做出的决定。

第二个是白银。在 1997 年他一次性买进总共 1.112 亿盎司的白银。假如按照当时的市价计算，1997 年总共贡献 9740 万美元的税前利益，因为之前巴菲特都在对贵金属的基本面进行追踪，只是没有买进动作。最近这几年，银条的存货突然大幅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下滑，然而对于一般人较为关注的通货膨胀预期则不在巴菲特计算价值的范围之内。

第三个是投资美国的零息债券。他用 46 亿美元的账面价值摊销长期的美国零息债券，这些债券不支付利息，而是以折价发行的方式回馈给债券持有人，也因此这类债券的价格会因市场利率变动而大幅波动。如果利率下跌，投资人就可能因此大赚一笔，由于 1997 年的利润出现了大幅度的下滑，所以只是在 1997 年，伯克希尔未实现的利益就已经高达 5.98 亿美元。

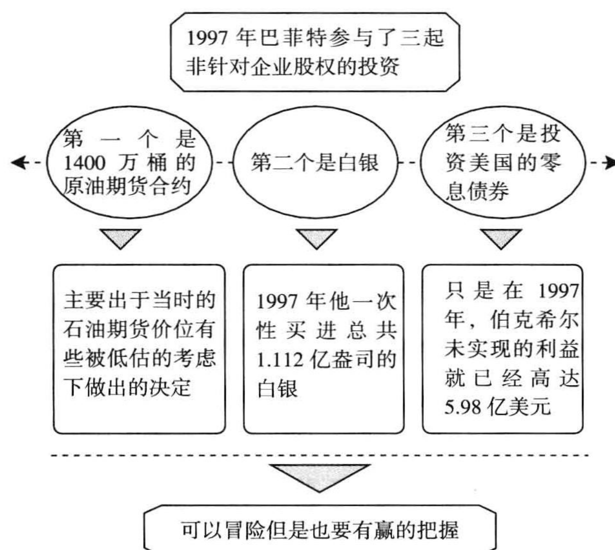


图 7-7 巴菲特参与的三起非针对企业股权的投资

十、永远记住注意规避风险



对于每个投资者而言，在对待自己的理财过程中，也要学会自担风险，要在保证自己的风险承担范围内进行投资，这才是安全的做法。

巴菲特有三句话值得我们牢牢记住：第一，注意规避风险，保住本金；第二，规避风险，保住本金；第三，牢记前面两点。

2001 年，巴菲特在致股东的信里说："当保险业者在衡量自身再保险的安排是否健全时，他们必须谨慎小心地对整个连环所有参与者的抗压性进行试探，并深切地思考万一一个大灾难在非常困难的经济状况下发生时该如何自处。毕竟只有在退潮时，你才能够发现到底是谁在裸泳。在伯克希尔我们将自留所有的风险，独立承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

担绝不依赖他人，不论世上发生什么问题，我们的支票保证永远都能够兑现。”

上面是巴菲特对自己的投资者的承诺。从巴菲特的这种管理理念出发，又有哪个投资者不愿意买入这样的企业的股票呢？巴菲特赞同，对于每个投资者而言，每个都在经营着自己的财产，在对待自己的理财过程中，也要学会自担风险，要在保证自己的风险承担范围内进行投资，这才是安全的做法。

举一个简单的例子来说，自从“9·11”事件发生之后，通用再保险就变得异常忙碌起来，它承接了全部自留在公司账上的保单，这主要包括：南美洲炼油厂损失超过10亿美元以上的5.78亿美元意外险，数家国际航空公司10亿美元恐怖分子攻击事件不得撤销第三责任险，北海原油平台5亿英镑恐怖分子攻击及恶意破坏的产物意外险以及超过6亿英镑以上业者自留或再保险损失，芝加哥西尔斯大楼恐怖分子攻击事件超过5亿美元以上的损失等。然而，作为预防措施，通用再保险也不再接手位于同一个大都会的办公及住宅大楼大量的意外险。通用再保险的问题并没有成为伯克希尔的大危机，根本原因就是伯克希尔一直在账面上保持着大量现金，所以只是损失了一点钱却没有伤筋动骨。如果依赖负债或担保等方式经营，伯克希尔这次则很可能就全军覆没了。

投资者建立家庭财务模型时亦要参考巴菲特的上述做法，投资股票的钱一定要是“闲钱”，不等着用，不要考虑让别人为你的风险埋单，那会是一个很危险的做法，更不用说借债投资甚至是短贷长投的做法了。

十一、不可不防的多元化陷阱



我们只需做出几次聪明的决策就行了，而不是要求自己经常做出聪明的投资决策。

普通投资者经常会做出与巴菲特截然相反的事情：用区区数万元甚至数十万元的资金，却分散到了十几甚至二十家公司的股票，此外这些公司种类特别多，从高速公路到白酒，从房地产到化工。但是，真正了解这些公司的投资者又有几个呢？投资者很容易陷入多元化的陷阱，没能分散掉风险，反而造成了资金的损失。

1998年，巴菲特在佛罗里达大学商学院演讲时说：“假如你认为值得去拥有部分美国股票，那就去买指数基金。那是你应该做出的选择，假如你想着对企业作出评估。一旦你决定进入对企业作评估的领域，就要做好花时间、花精力把事情做好的准备。我认为不管从什么角度来说，投资多元化都是犯了大错。

假如做到真正懂生意，你懂的生意可能不会超过六个。假如你真的懂六个生意，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那就是你所需要的所有多元化，我保证你会因此而赚大钱。如果，你决定把钱放在第七个生意上，而不是去投资最好的生意，那肯定是个错误的决定。因为第七个好的生意而赚钱的概率是很小的，但是因为最棒的生意而发财的概率却很大。我认为，对任何一个拥有常规资金量的人而言，如果他们真的懂得所投的生意，六个已经绰绰有余了。”

巴菲特素来都是反对“分散投资”的，他所推崇的投资理念就是：“把鸡蛋放在一个篮子里，并看好这个篮子”。纵然，巴菲特的“篮子”十分的庞大，已经不可能用个位数的股票数去装满他的篮子，但是他一直始终坚持长期持有，甚至宣称在他一生都不会卖出 4 家股票，当然后来他卖出了一家。

巴菲特为什么投资业绩这么突出，一个重要原因就是他从来不分散投资，根本不会随便乱七八糟地买一堆质地平平的股票。他只集中投资于少数好公司的股票。此外，巴菲特还把自己的投资精力用在少数重大投资决策上。巴菲特说：“我们只需做出几次聪明的决策就行了，而不是要求自己经常做出聪明的投资决策。事实上，现在我们只要每年做出一次好的投资决策，我们就很满足了。”

巴菲特说：“在与商学院的学生交谈时，我总是说，当他们离开学校后可以做一张印有 20 个洞的卡片。每次做一项投资决策时，就在上面打一个洞。那些打洞较少的人将会更加富有。原因在于，如果你为大的想法而节省的话，你将永远不会打完所有 20 个洞。”

大多数人的公司价值分析能力很可能没有巴菲特那样杰出，所以我们集中投资组合中的股票数目不妨稍多一些，但 10~20 只股票也足够了。一定要记住巴菲特的忠告：越集中投资，业绩越好；越分散投资，业绩越差。

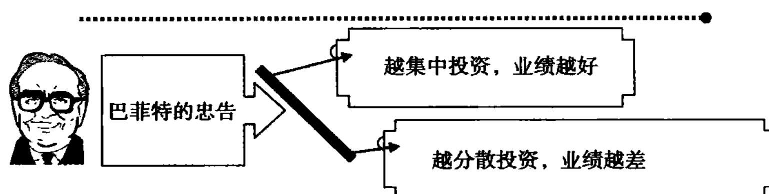


图 7–8　巴菲特的忠告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十二、坚持自己的投资理念



投资者的重点应当放在股票本身，而不是判断主力机构有没有进入该股票、接下来是不是会拉升该股票。

对于投资者而言，只要能够坚持自己的投资理念，由主力机构造成的市场波动反而能够使真正的投资人获得更好的机会去贯彻实施他们明智的投资行动。投资者在股市波动的情况下，不要因为财务或者心理上的因素选择在不恰当的时机卖掉，投资者的重点应当放在股票本身，而不是判断主力机构有没有进入该股票、接下来是不是会拉升该股票。

1987 年，巴菲特在致股东的信里写道："1987 年的美国股市表现是相当令人满意的，可是到最后股指仍然没有上升多少，道琼斯工业指数在一年内上涨了 2.3%。回顾这一年的情况来看，股票的指数就像过山车一样，在 10 月份之前是一路蹿高的，之后就突然收敛下来。"

巴菲特分析这种情况说，市场之所以这么动荡，原因就是在于市场上存在一些所谓的专业主力机构，他们掌握着数以万计的资金，然而这些主力机构的主要精力并不是去研究上市公司的下一步的发展状况，而是把主要的精力用在研究同行下一步如何操作的动向上。

巴菲特说，有这么多的闲散资金掌握在主力机构的手中，股票市场不动荡是不可能的事。因此散户投资者常常抱怨说，自己一点机会都没有，因为市场完全由这些机构控制了，研究他们才是研究了市场的动向。但是巴菲特认为这种观点是相当错误的，因为不管你有多少资金，在股市面前都是平等的，反而是在市场越是波动的情况下，对于理性投资者来说就越是有利的。用巴菲特老朋友许洛斯的操作情况为例来说：早在 50 多年前，当时有一个圣路易斯家族希望巴菲特为他们推荐几位既诚实又能干的投资经理人，当时巴菲特给他们推荐的唯一人选就是许洛斯。

许洛斯没有接受过大学商学院的教育，甚至从来没有读过相关专业，但是在 1956~2006 年他却一直掌管着一个十分成功的投资合伙事业。他的投资原则就是一定要让投资合伙人赚到钱，否则自己不向他们收取一分钱。那么，许洛斯到底是怎么操作股票的呢？

许洛斯不曾聘请过秘书、会计或其他人员，他仅有的一个员工就是他的儿子爱德文——一位大学艺术硕士。许洛斯和儿子从来不相信内幕消息，甚至连公开消息也很少关心，他完全采用在与本杰明·格雷厄姆共事时的一些统计方法，归纳起来就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是简简单单的一句话："努力买便宜的股票。"因为按照他们的投资原则，现代投资组合理论、技术分析、总体经济学派及其他复杂的运算方法，这一切都是多余的。然而值得注意的是，在许洛斯长达47年的投资生涯中，他所选中的大多数都是冷门的股票，但是这些股票的业绩表现却大大超过了同期标准普尔500指数。

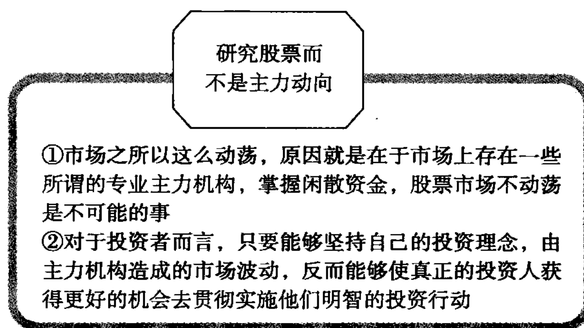


图7–9　把精力放在研究股票上

十三、每一次操作都要有足够清晰的理由



价值投资本质在于你每次操作的理由是否基于企业价值、价格、确定性及安全边际的关系，而非操作本身。

价值投资知易行难，并非只因为找到优秀企业难，做到长期持有更难，难的是对于企业价值及价值变动方向、变动速度、幅度等相对确定性评估与价格关系、股市自身规律等基础上建立的投资决策体系。对于投资者而言，你如果能清晰地知道你为何买、为何卖、为何持有、为何换股，且背后都有足够清晰的理由，每一次操作都知道你将赚的是什么钱，那么你已经入了价值投资的门。

1985年，巴菲特在致股东的信里写道："1985年在出售证券收益时金额达到4.88亿美元，这其中的大部分都源于我们出售通用食品的股票，从1980年开始我们就开始持有这些股票，我们在买进这些股票是以远低于合理的每股企业价值的价格购买的，年复一年，该公司的管理层大大提升了该公司的价值，一直到去年的秋天，当该公司提出并购的要求后，其整体的价值在一夕之间显现出来了。"

巴菲特解释，价值的增长也是需要一个过程的。出售股票就像大学生的毕业典礼一样，经过4年所学的知识只是在一朝被正式的认可。因此按照价值投资进行选择的时候并不是一朝一夕能够分辨出的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者要避免步入价值投资的两大误区：

（1）价值投资就是长期持有。长期持有，其本身不是目的，长期持有是为了等待低估的价格回归价值，是为了等待企业价值成长，从而带动价格的上涨，这才是本。但如果股票价格当前就已远高于企业价值，即使是对于价值仍能不断成长的企业，继续持有也就失去了意义。因为即使未来数年内企业通过成长，价值能达到或超越现在的价格，也无非是通过时间让价值去追赶上价格，而价格继续上涨已无任何确定性。相反，大多数的情形是股价会以大幅下跌的形式来直接找价值，因为股票出现严重高估往往是市场疯狂的牛市末期，市场的长期有效性就会发生作用。通过市场的自身调节来实现价值的回归，同时调节又往往是矫枉过正的，使市场进入低估的另一个市场无效状态。

（2）把买入优秀企业等同于价值投资。这是严重的本末倒置。企业价值成长是为了带动价格的成长，但如果价格已经透支了多年企业的成长，那么价值成长也很难为价格继续上涨创造正作用了；而优秀企业又仅是企业价值成长的一个保障而已，优秀企业也会有成长期和成熟期，不够优秀的企业也并非不能高速成长。

因此，买入优秀企业可能是价值投资，买入成长的不够优秀的企业也可能是价值投资，买入低估的不成长企业同样可能是价值投资。持有企业是价值投资，卖出企业也是价值投资。买入同一个企业也有的是价值投资，有的不是价值投资，即使同时同价买入又同时同价卖出的也有的是价值投资，有的不是。关键是买卖的动机和理由是什么，价值投资本质在于你每次操作的理由是否基于企业价值、价格、确定性及安全边际的关系，而非操作本身。

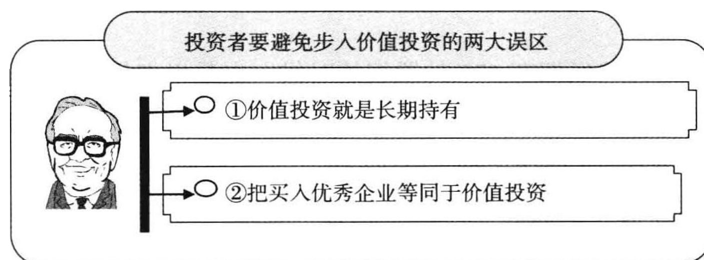


图 7-10 投资者要避免步入两大误区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十四、再好的制度都要警惕漏洞



好的管理制度纵然很重要，但是再好的制度都有漏洞，完美的制度是不存在的。

投资者们在投资的过程中，通常都会把“制度”看得重于一切。尤其是从现代企业制度理论诞生以来更是如此。但是需要提醒投资者的是，好的管理制度纵然很重要，但是再好的制度都有漏洞，完美的制度是不存在的。

2002 年，巴菲特在致股东的信里说：“在 1993 年的年报中，我曾经说过董事的另外一项职责：‘如果是能干的经营阶层过于贪心，他们总是会不时地想要从股东的口袋里捞钱，这就需要董事会适时地出手进行制止并给予相应的警告。’然而可惜的是，自从那以后，尽管经理人掏空口袋的行为司空见惯，但却没有看到谁出面进行制止。

为什么一向英明并且睿智的董事们会有如此惨败呢？其实实质的问题并不在于法律的层面，本来董事会就应该以捍卫股东利益为自己的最高职责，我认为真正的症结在于所谓的‘董事会习性’。以一个例子来进行说明，通常情况下，在充满和谐气氛的董事会议上，讨论到是否应该撤换 CEO 这类严肃的话题几乎是不可能的事。同样的道理，董事也不可能笨到会去质疑已经由 CEO 大力背书的并购案，尤其是当列席的内部幕僚与外部顾问皆一致地支持他英明的决策时，他们若不支持的话，可能早就被赶出去了，最后当薪资报酬委员会（通常布满了支领高薪的顾问）报告将给予 CEO 大量的认股权时，任何提出保留意见的董事，通常会被视为像是在宴会上打嗝一样失礼。”

巴菲特和查理在曾经拥有 47%的股权的时候，也是以老板的身份而非伙计的身份支领报酬，所以他们在投资行为和管理风格上都会遵循老路。然而，对于普通的职业经理人来说则不一定会做出利于股东的事，他们往往更多的考虑自己的职位。

巴菲特是在分析“安然事件”以及跟它一起灭亡的安达信会计师事务所的问题时指出以上问题的。在十几年前，安达信事务所出具的意见可以说是业界的金字招牌，在事务所内部，由一群精英组成的专业准则小组（PSG），不管面对来自客户多少的压力，仍坚持财务报表必须诚实编制。为了坚持这项原则，专业准则小组在 1992 年坚持期权本来就应该列为费用的立场。然而不久之后，专业准则小组在另一群安达信的合伙人的推动下，对此立场做了 180 度的转变。他们相当清楚，如果这些高额期权成本如实反映在公司账上的话，就很可能被取消，然而这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些企业的 CEO 就会拂袖而去。

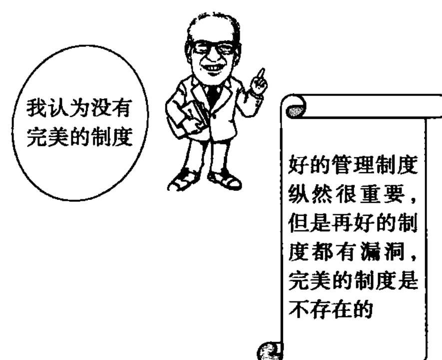


图 7-11 没有完美的制度

十五、买贵也是一种买错



只有在我们能够以合理的价格买到够吸引人的企业时才可以，买进的价格太高就会将这家绩优企业未来 10 年亮丽的发展所带来的效应抵消掉。

对于投资人来说，如果买入一家优秀公司的股票时支付过高的价格，将会对这家绩优企业未来 10 年所创造的价值产生抵消的效果。投资这应该记住巴菲特投资术中的这个重要的精髓，这比选择一个好公司还重要。

1982 年，巴菲特在致股东的信里写道："在 1982 年发生的几件大型并购案时，我们的反应不是忌妒，相反我们很庆幸我们并不在其中。因为在这些并购案中，在管理当局的冲动下，追逐的刺激过程使得追求者变得盲目，布莱士·帕斯卡（法国著名的数学家、哲学家）的观察非常恰当：'它使我想到所有的不幸皆归咎于大家无法安静地待在一个房间内。'你们的董事长去年也曾数度离开那个房间，且差点成为那场闹剧的主角。

我们对股票的投资，只有在我们能够以合理的价格买到够吸引人的企业时才可以，同时也需要温和的股票市场配合。对投资人来说，买进的价格太高就会将这家绩优企业未来 10 年亮丽的发展所带来的效应抵消掉。"

巴菲特经常会在相当长的一段时期内，在股票的市场内保持沉默，尤其是在别人狂欢的时候，巴菲特往往都会被新锐们嘲笑无能、落伍，而这也正是在日后被称道、被崇拜的"股神时刻"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如，巴菲特出手认购了通用电气30亿美元的优先股，对此巴菲特表示“通用电气公司是美国面向世界的标志性企业。数十年来，他一直是通用电气公司及其领导人的朋友和赞赏者”。但是在这漂亮言论的背后，更为真实的事实是：即使巴菲特赞赏通用电气数十年了，却只是在等待次贷危机发生时，通用电气的股票大幅缩水后才毅然决定出手。回首过去10年通用电气的股价，在2000年科网泡沫中一度高见60.5美元，而这一波牛市中也一度高见42.15美元，但是巴菲特却选择在通用电气几近“腰斩”、徘徊在20美元接近10年来低位时才出手，显然其有足够的耐心等待好的公司出现好的价格。

回首巴菲特的投资历程，类似这样等待好公司出现好价格的例子可谓是数不胜数。此前提到的富国银行无疑是一个绝佳的范例。

富国银行可以称得上是上一次美国楼市危机的受害者。对于一家成立于1852年的老牌银行来说，在20世纪90年代初股价一度高达86美元，但在楼市危机中，投资者担心银行会收到房贷市场的拖累而持不信任态度，尤其是担心作为所有加州银行中房地产贷款最多的银行，富国银行能否承受得起巨大的房地产贷款坏账损失。结果，富国银行的股价短期内暴跌，4个月时间里便重挫至41.3美元，而有先见之名的巴菲特早就看好富国银行，并出手以57.89美元的均价买入了大量富国银行的股票，并在此后逐步追加。

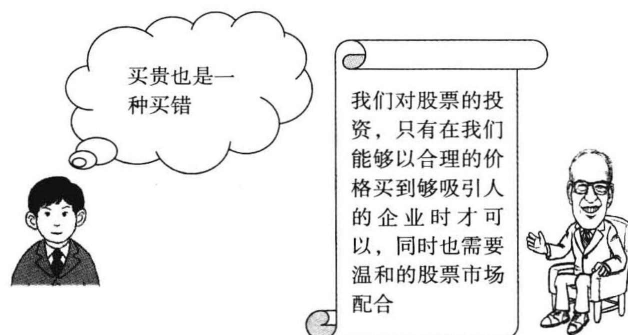


图7-12　买贵也是一种买错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十六、钱少也要做长期投资



钱少，并不是做短线的理由。记住一句话："莫以善小而不为"。

正确的投资模式永远是正确的，也许你并不是腰缠万贯的投资者，而是和我们一样，都是普通人。钱少，并不是做短线的理由。记住一句话："莫以善小而不为"。

1977 年，巴菲特在致股东的信里写道："大家不需要太认真，因为对于我们持股比重较大的投资，通常情况下需要持有一段时间，所以我们投资的结果依靠的是这些被投资公司在这段期间的经营表现，而不是在特定时期的股票的价格，正如我们已经买下了一家公司却只是去关心它短期的经营业绩是一件很傻的事，同样的情况，如果购买公司的部分股票，拥有公司的部分所有权，只是去关心短期盈余或者是盈余短暂的变动也是不应该的一件事。"

巴菲特比较赞同"莫以善小而不为"。很多投资者以钱少为理由不停地做短线。他们认为，长期投资是大资金才能做的事情。对于小资金来说，只能靠短期的投机来获取投资回报，而投机注定是要亏损的，所以小资金一定是要亏损的。但要是按照这样的话，我们就没必要进入股票市场。事实上，长期投资与资金总量没有任何关系，你的每 1 元钱，都可以进行长期投资。"投机"或"长期投资"，从结果上来看，是这样一个关系。"投机"是有可能在短期内产生暴利的，但在较长时间来看，大部分投机者是一定会跑输市场的。

在 20 世纪 70 年代，那时候巴菲特的资金持有量还是比较小的，因此股价波动对伯克希尔净值的影响是很大的，但是巴菲特那时候对长期盈余的价值比较关注。在 1977 年，伯克希尔保险事业投入的资金成本已经从 1.346 亿美元增长到 2.528 亿美元，因为投资增加的净收益也从 1975 年的税前 840 万美元增长到了 1977 年的 1230 万美元。1977 年底未实现的资本利得大约 7400 万美元，在 1974 年伯克希尔成立 10 年的时候，账面上有 1700 万美元未实现的损失。

让我们先来看一个以少的资金长线投资的故事：投资者张某，在 1993 年买入了 1000 股万科 A，成本在 2 万元左右。2007 年 7 月，当年买入的万科市值现在是 36 万元，回报是 18 倍。证券公司的工作人员说，如果每次万科 A 的配股和权证都要的话，回报可以达到 72 倍，也就是接近 150 万元。那为什么没要呢？因为张某当年买入后，就放在那里不管了。即使如此，14 年获得 18 倍的投资回报，年均 23%的收益率可以让绝大部分基金经理汗颜。由于张某投资的时间长，所以即使投入的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金很少，他获得的收益也相当可观。

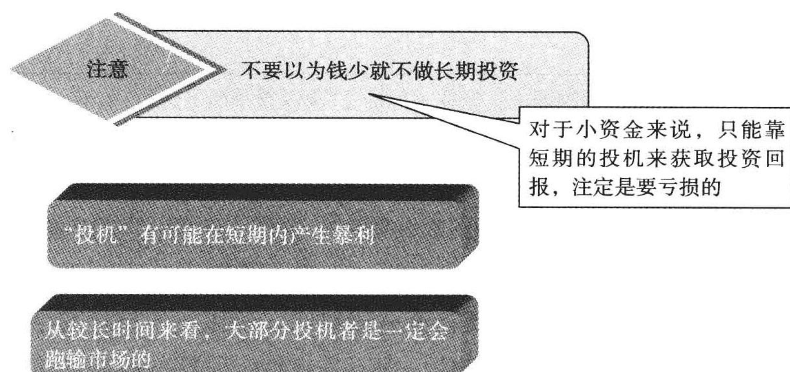


图 7-13 钱少也要做长期投资

十七、机械模仿、盲目长期持股更危险



长期投资，前提是这些企业值得长期投资。如果一项投资有风险的话，你要求再高的回报率也是没用的，因为那个风险并不会因此而减低。

巴菲特以长期投资而闻名，但他真正长期投资的只是那些创造价值能力能够长期保持超越产业平均水平的优秀企业。如果这些企业的赢利能力短期内发生暂时性变化，并不影响其长期赢利能力，那么，巴菲特将继续长期持有。但如果赢利能力发生根本性变化，他会毫不迟疑地将其卖出。

巴菲特支付的手段主要是靠投资，因此并不单是长期持股。他鼓励长期投资，前提是这些企业值得长期投资。他完全不会接受投资风险，只有在确认没有任何风险的前提下才会出手。他认为如果一项投资有风险的话，你要求再高的回报率也是没用的，因为那个风险并不会因此而减低。他只寻找风险几近至零的行业和公司。他在给股东的年度报告中明确说："我不会拿你们所拥有和所需要的资金，冒险去追求你们所没有和不需要的金钱。"

有些投资者在被套牢后，索性长期持股，做长期投资，这样做其实是误解了巴菲特。因为没有投资这个前提，盲目的长期持股损失可能会更为惨痛。

巴菲特鼓励投资人买入股票后长期持有，是在他倡导的两个前提下进行的。

（1）所投资的公司必须是优秀公司。全世界各地的基金经理随时都持有近百种（亚洲），甚至是上千种（美国）股票。显然，并不是这些公司全都是优秀公司。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种广泛撒网式的投资法不是成功投资家的投资理念。

（2）只有在优秀公司继续保持优秀状况时，我们才可以继续持有它们。这说明了持股不应是永远的，我们要不停地观察市场。

巴菲特说过："如果我发现可口可乐在白水饮料方面还未有积极发展，因此会写一封信给可口可乐公司总部，希望能做出这种改革。如果这个建议在未来几年内未被接受，而世界人口又渐渐喝矿泉水而不再喝可乐的时候，即使有百年历史的可口可乐股票也应该卖出。"

一些投资者认为，巴菲特持有的股票就是值得投资的股票。其实并非如此，伯克希尔作为企业法人税率很高，相当于个人投资者所得税率的两倍多，因此巴菲特所持股票无论价格多高，只要不卖，他就可以避免缴纳高额税金，这对于他和他的公司来说风险相当低。也就是说，与个人投资者相比，如果巴菲特没有在一个高价位卖出股票的话，他放弃的仅仅是65%的差价利润，而个人投资者则放弃了85%的差价利润。因此，如果巴菲特卖出了哪只股票，就表明他对这个公司前景看淡而"不得不"出手了。然而，通常投资者想要摸清他的投资轨迹并非易事。因此，与其机械地模仿，不如先学习他的思维方法，这可能更能把握住巴菲特投资理念的精髓。

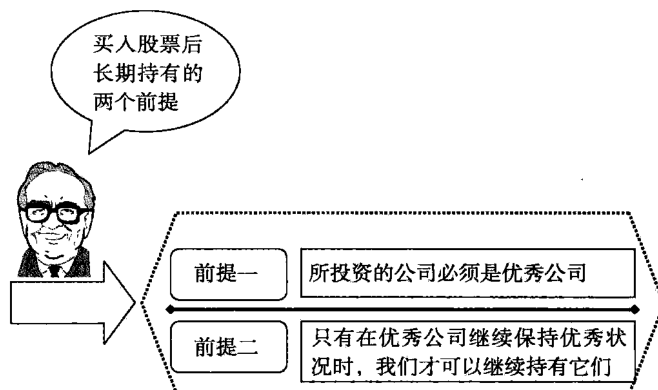


图 7-14 股票长期持有的前提

十八、分析的沼泽是阻碍投资者获利的重大障碍



认真分析企业的相关数据对于投资者来说非常重要，但有时也要避免陷入分析的"沼泽"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向巴菲特学习，就是要合理利用已有的数据，提取对我们有用的信息，而不是完全依赖数据来决定我们的投资。

1993 年，巴菲特在哥伦比亚商学院发表演讲时说道："同理，假定你生活在一个父权结构极为严密的社会，而美国每一个家庭都恰好以父亲马首是瞻。20 天之后，你将发现 215 位赢家是来自 21.5 个家庭。若干'天真'的分析师可能因此认为，成功地猜测钢板投掷的结果，其中具有高度的遗传因素。当然，这实际上不具有任何意义，因为你所拥有的不是 215 位个别赢家，而只是 21.5 个随机分布的家庭。"

巴菲特认为，认真分析企业的相关数据对于投资者来说非常重要，但有时也要避免陷入分析的"沼泽"。

数据在人类的生活中扮演着很重要的角色。缺少了这种数学上精确的数据，我们的生活将会变得比较模糊。如果我们不先用天气模型去分析以前的天气变化数据，我们就无法预测未来天气的变化；如果我们不按照可乐的配方来配制可乐，我们就配不出好喝的可乐；如果我们不制定射击比赛的规则，我们就无法确定谁才是冠军。

巴菲特认为，股票投资从本质上来说，就是一个冒险的游戏。一个投资者想要降低投资的风险，就需要数据的帮助。伯恩斯坦曾经说过："在没有机会和可能性前提下，应对风险的唯一办法就是求助于上帝和运气。没有数据的支持，冒险完全就是一种莽夫的行为。"

如果没有数据，我们根本无法了解公司的经营状况，我们的投资行为就像掷色子一样充满了随机性。但是我们都不会这么盲目投资的。我们通常都会根据公司提供的数据，了解公司的经营业绩，估计一下公司的内在价值，和股票的价格对比一下，计算可能获得的收益，然后综合考虑这些分析出来的数据再进行投资。经过数据分析的好处就是尽可能多地减去了那些不确定因素。

数据分析具有一定的作用，但是很多人太过沉迷于分析的"沼泽"。我们经常会看到有些人研究某只股票在过去 5 年或 10 年内的价格走势，仔细分析它在成交量上的细微变化和每日的变化，试图从股票的价格变化中推断出股票的价格模型，预测自己的股票收益。

但巴菲特认为，数据分析并不是万能的。它可以替我们排除一些不确定性因素，但它却不能为我们总结出股票投资的模型。目前市场上设计出很多的选股方法，但大多难以付诸实施，被证明是无用的。巴菲特很早就意识到了材料的有限性，于是他根本不看那些股票分析师做出的各种选股资料，也不在电脑里安装股票终端每日查看股票价格，更不愿浪费时间分析股票的价格走势。也许正是由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他没有使用过任何统计数据分析包软件，也不分析股票的价格走势，他的运作才更加成功。

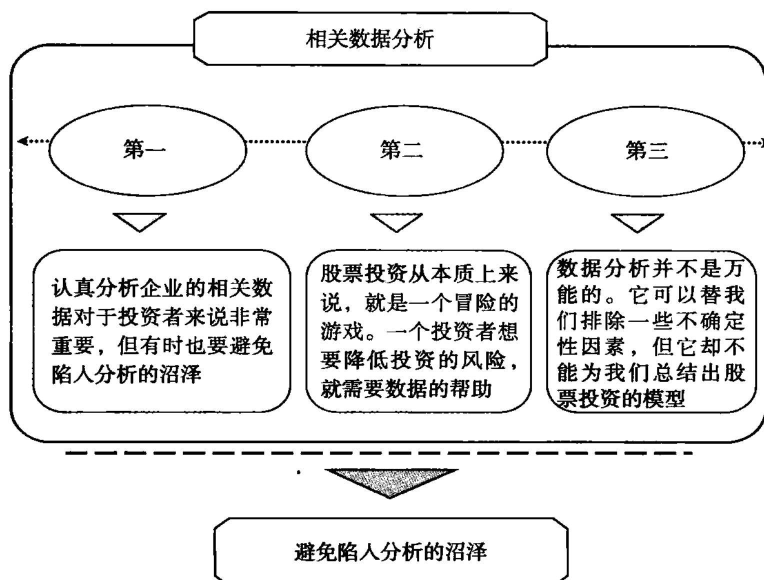


图 7-15 正确利用数据分析

十九、不可不信的数学概率



长期投资者一定会战胜长期投机者，因为后者终究会在一次意外中全军覆没。

如果你是个长期的赌徒的话，自救的方式就是你必须要做庄家，否则，数学的规律必然会让你破产。因此，从这个角度来看，长期投资者一定会战胜长期投机者，因为后者终究会在一次意外中全军覆没。

1993 年，巴菲特在致股东的信里说："一件事情可以用来显示我们具有超强的竞争力和卓越的声誉，那就是全世界前四大再保险公司全部都向伯克希尔投保巨额的'霹雳猫'保险。这些大公司最清楚的事就是，对于再保险公司来说，对于它们真正的考验就是它们在困难的状况下，有能够支付理赔金的能力与意愿，而绝不是在太平时期勇于接受保费收入的意愿。然而，之所以称之为'霹雳猫'保单，就是其他保险公司或再保险公司专门用来买来分担他们在发生重大意外灾害时可能造成的损失。非常幸运的是，这类业务在去年并没有出现重大的损失。由于很少有私人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险公司去购买水灾险，所以就连 1993 年真正严重的中西部水灾也没有导致‘霹雳猫’损失。

这样容易造成人们的错觉，并且认为在 1993 年这一单一的年度‘霹雳猫’有骄人的成绩并且是相当的令人满意。用一个简单的例子就可以证明这一切，如果在每个世纪都会发生 25 次重大的意外的事故，然而你却要用以一赔五的比率去赌它不会发生，然而这种赌博的结果就是你赌赢的概率要比你赌输的概率要多很多，甚至可能发生的事情就是你连续赌对了六七年甚至是更多年，但是我不得不说的是，无论如何，到最后你仍然会破产。”

巴菲特用保险业的事实讲述了股市中的一个哲学，那就是概率事件。如果你赌的是想得到的结果大于你不想看到的结果，那么你可能会赢，但是，最后的结果你还是会惨败。其中的原因用一个事实来说明，伯克希尔用类似以 1 赔 3.5 的赌率接受赌注，当然没有人能够准确地算出“霹雳猫”保险真正的赔偿概率。事实上，这有可能要等到几十年后才能知道当初做出的判断是否正确。然而，一旦损失降临也必定是一件轰动的事情。在 1992 年安德鲁飓风发生的那次，伯克希尔为此付出了 1.25 亿美元的代价，时至今日，由于它已大幅扩大在“霹雳猫”保险的业务量，所以同样规模的飓风可能会造成 6 亿美元左右的理赔损失。



图 7-16 股市中的哲学

二十、独具慧眼的投资万能的法宝



在我们所有的行业之中，银行业是最为稳定、长期成长性最好的行业。在我国，还没有一个行业可以与银行业相提并论。

虽然银行业是周期性行业，其业绩波动甚至大于其他典型的周期性行业，但相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对来说，在我们所有的行业之中，银行业是最为稳定、长期成长性最好的行业。在我国，还没有一个行业可以与银行业相提并论。

1978年，巴菲特在致股东的信中写道："在吉尼·和皮特·杰弗里的共同领导下，位于罗克福德地区的伊利诺国家银行及信托公司持续创造历史新纪录，去年的盈余达到平均资产的2.1%，获利率约是其他大银行的3倍，我们认为有这样的盈余，同时还能够兼顾规避其他银行普遍存在的资产风险实在是难得。

按照我们过去的经验，对于一家费用成本高的公司，它永远能够找得到增加公司开支的理由；然而，对于一家费用成本低的公司，它永远能够找到为公司节省开支的方法，即使后者的成本早已远低于前者，这点在吉尼·阿贝格身上已经得到充分的验证。"

巴菲特认为，银行业的经营模式大同小异，关键是要知道如何开源节流。但是并不是所有的银行都能做到这一点，在市场狂热时，对银行股投资价值进行鼓吹的投资者层出不穷。在很多所谓的"专家"看来，银行股是分享经济成长的最佳途径，因此对于银行股可以"放心买，随便买，一路买"。然而在2008年许多金融股几近"腰斩"的行情无疑让众多投资者大呼上当。

以巴菲特的投资为例，你就会发现巴菲特对银行的兴趣显然是有限的。比如，在巴菲特的投资组合中花旗、渣打这样知名度最高的银行股并未出现（巴菲特虽然持有美国银行但仓位极轻），巴菲特也不是对银行股毫不沾手，富国银行就是巴菲特的重仓爱股之一。只是不像大家认为的那样——银行股永远是最保险的投资目标。

富国银行绝对对得起巴菲特对其的厚爱。截至2008年10月3日，花旗下跌37.35%，美国银行下跌16.11%，至于美林、高盛这类投资银行情况更是惨不忍睹。然而富国银行不跌反涨，涨幅达到14.86%。能够在次贷危机中保持赢利，同时股价逆势上升，可见巴菲特的选股眼光——同时也可以看出银行股绝对不是投资的必胜绝招，买银行股也同样需要高超的选股技巧。巴菲特持有的另外一个银行股M&T bank，也出现了同样的情况。该股在次贷危机中也保持了同样的赢利水平，这就再一次证明了巴菲特在挑选银行股方面上的独具慧眼。

巴菲特在谈及为何选择富国银行时指出，由于20：1的杠杆会扩大管理的效率（也可能扩大灾难的级别），因此我们对用便宜的价格买下经营不善的银行一点兴趣都没有。相反，我们的唯一兴趣是用合理的价格买入管理优秀的银行。

事实上，对于投资者而言，上述论断不仅适合银行股，也同样适合其他金融股。尽管巴菲特的投资本身是以保险股作为核心，但是其对于金融股的杠杆经营模式始终心存警惕，对于衍生产品更是小心翼翼，对于自己都弄不明白的衍生品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝对不要持有。

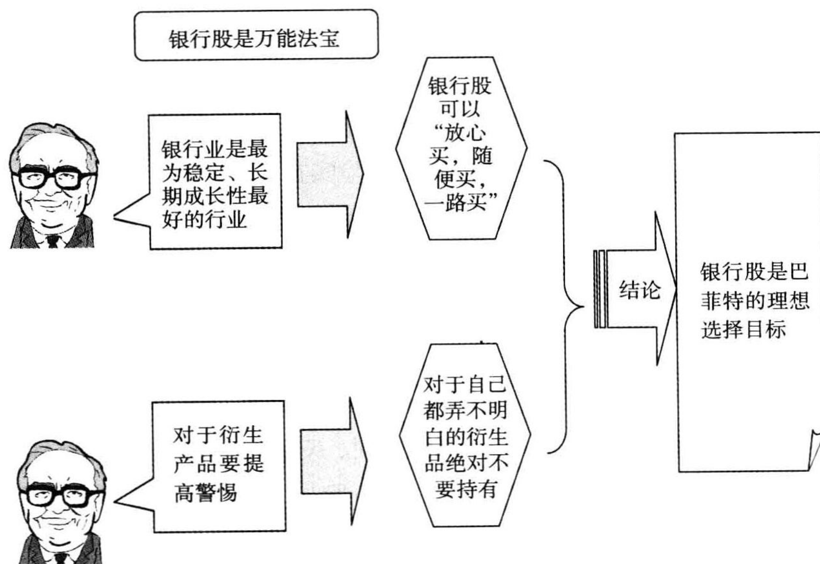


图 7-17　正确看待银行股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

“我的成功来自自己的自律和别人的愚蠢”
——巴菲特的投资哲学

一、百分之百为客户着想



虽然我们做出了错误的决定，但值得庆幸的是，我们最后得以以喜剧收场。

“查克·哈金斯（Chuck Huggins）持续地为时思糖果创造了新的辉煌，自从16年前我们买下这家公司，并请他主掌这项事业时，便一直如此。在1987年糖果销售量创下近2500英镑的新高时，并在最近的连续两年使得单店平均营业额维持不坠。你可能会觉得这没什么了不起，事实上，这已是相当大的改善了，因为过去连续6年，该数字都呈现了下滑的趋势。

虽然1986年的圣诞节特别旺，但1987年的销售记录比1986年还要好。季节因素对时思糖果来说越来越重要，据统计，去年一整年约有85%的获利是在十二月单月所创造的。

糖果店是个很好玩的地方，但对大部分的老板来说就不那么有趣了。据我们所知，这几年来，除了时思赚大钱之外，其他糖果店的经营皆相当惨淡，所以很明显，时思搭的并不是顺风车，这更凸显出它的表现是扎扎实实的。

取得这样的成就当然离不开优秀的产品，这个倒不是问题，因为我们确实拥有。但除此之外，它还需要有着对客户衷心的服务。查克可以说是百分之百地为客户着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想，而且他的这种态度直接感染到了公司上下所有的员工。

以下是一个具体的例证：在时思，我们通常会定期增添新的口味，并删除旧的口味，以维持大约 100 种组合。去年我们淘汰了 14 种口味，结果其中有两种让我们的客户无法忘怀，并不断地表达出他们对我们这种举动的不满：'愿时思所有做出这种卑鄙决定的相关人士嘴巴流脓长疮；愿你们新的巧克力糖在运送途中融化；愿你们吃到酸掉的糖果；愿你们亏大钱；我们正试图寻求法院强制令的帮助，要求你们恢复供应原有的口味'，总之，最后我们收到好几百封的抱怨信。

为此，查克不但重新推出原来的口味，他还将危机化为转机。所有来信的客户都得到了完整而诚实的回复，信上是这样写的：'虽然我们做出了错误的决定，但值得庆幸的是，我们最后得以以喜剧收场'，随信还附赠一个特别的小礼物。

过去两年时思糖果仅仅很小幅度地涨价，在今年（1988 年）我们仍会继续调涨价格，幅度还算合理，只是截至目前的销售状况持续低迷，预计今年公司盈余将难再有继续成长的可能性。"

——1987 年巴菲特致股东的信



图 8-1　百分之百为客户着想

二、找到一群比我们更高大的人



若我们雇用比我们矮小的人，那么我们会变成一群侏儒；相反，若我们能找到一群比我们更高大的人，我们就是一群巨人。

"其实，我们一些经理人自己本身就已经相当富有（当然我们希望所有的经理人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都如此)，但这一点丝毫不影响他们继续为公司效力，他们之所以工作是因为乐在其中，并散发出干劲。毫无疑问地，他们都能够站在老板的角度看事情，这是我们对这些经理人最高的评价，而且你会为他们经营事业的各方面成就所着迷。

这种职业病的典型，就像是一位天主教的裁缝省吃俭用了好几年，好不容易存下了一笔钱，可以到梵蒂冈朝圣，当他回来后，教友们特地集会，争相想要了解他对教宗的第一手描述，'赶快告诉我们，教宗到底是个怎么样的人？'只见这位裁逢师淡淡地说：'四十四的腰，中等身材。'

查理和我都知道，只要找到好球员，任何球队经理人都可以做得不错，就像是奥美广告创办人大卫奥美曾说的那样：'若我们雇用比我们矮小的人，那么我们会变成一群侏儒；相反，若我们能找到一群比我们更高大的人，我们就是一群巨人。'

这种企业文化也使得查理跟我可以很容易地去扩展伯克希尔的事业版图，我们看过许多企业规定，一个主管只能管辖一定人数的人员，但这规定对我们来说一点意义都没有。当你手下有一群正直又能干的人才在帮你经营一项他们深具感情的事业时，你大可以同时管理一打以上这样的人，而且还可以行有余力打个盹；相反的，若他们存心要欺骗你，或是能力不够，或是没有热情时，只要一个就够你操心的了。只要找对人，查理与我甚至可以同时管理比现在多一倍的经理人，这都没有问题。"

——1986 年巴菲特致股东的信

"接下来的是一点记忆回顾，大部分伯克希尔的大股东，是在 1969 年清算巴菲特合伙事业时取得本公司股份的，这些合伙的伙伴可能还记得当初在 1962 年时，我曾经在巴菲特合伙事业所投资控制的登普斯特——一家农用机具制造公司，面临着经营上的重大难题。

在当时我带着这个无法解决的问题去找查理，就像现在一样，查理建议我去加州找他的一位叫哈里的朋友，说该人非常脚踏实地，或许可以帮得上忙。我于当年四月赶去洛杉矶拜访他，一个礼拜后，他就被请到内布拉斯加州来管理登普斯特，此后的问题立刻获得解决。记得在 1962 年的年报中，我还特地将哈里封为年度风云人物。

24 年后，场景搬到伯克希尔另外一家子公司 K&W 公司，一家专门生产自动机具的小公司，过去这家公司做得还不错，不过到了 1985~1986 年却突然发生状况，由于盲目追求达不到的东西，放弃了现有可以做的产品。负责管理监督 K&W 的查理，知道可以不必通知我，直接找到现年 68 岁的哈里，任命他为 CEO，然后就静待结果出来，事实上也没让他等多久。到了 1987 年，K&W 的获利就创下了新高，比 1986 年增长了 3 倍，由于获利提升，该公司所需的资金也就跟着减少，并且应收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账款及存货水准都减少了20%。

所以，要是再往后10年、20年，在我们的被投资的事业又发生问题时，你就知道谁的电话又会响了。”

——1987年巴菲特致股东的信

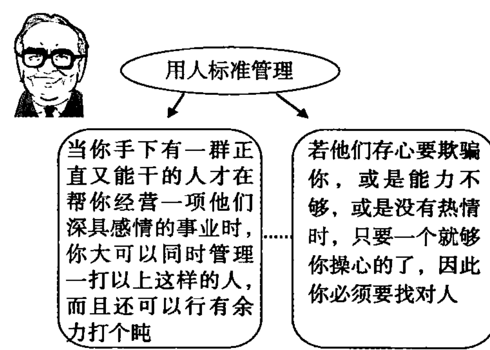


图 8-2　用人标准管理

三、高赢利能力创造的高价值



银行业价值评估与其他行业有相当大的不同，应更加重视通过对资产负债表的分析来判断安全性，其中一个最重要的指标是资本充足率，即资本与风险加权资产的比率。

银行业价值评估与其他行业有相当大的不同，应更加重视通过对资产负债表的分析来判断安全性，其中一个最重要的指标是资本充足率，即资本与风险加权资产的比率。

富国银行股东权益占风险加权资产的比率为5%，股东权益与其他长期负债（包括次级债与优先股等）占风险加权资产的比率为10%，均高于美国联邦储备银行的规定。

巴菲特是银行投资的老手，只有那些赢利能力良好的银行才能吸引他的眼光。那么，富国银行的赢利能力又如何呢？

1990年，富国银行净利润为7.11亿美元，比1989年增长了18%。1991年，因为提取坏账准备金，富国银行净利润仅为0.21亿美元。1992年，收入又增加到2亿美元，但仍远低于两年前的收入水平。但这并非由于银行的赢利能力持续下降，而是由于1991~1992年这两年因美联储的规定，富国银行不得不大量提取贷款损失超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额准备金。

巴菲特 1990 年购买富国银行股票时，该年度这家银行的房地产贷款比例在全美主要银行中是最高的。由于加利福尼亚的经济衰退继续恶化，富国银行的大部分贷款有可能会发生坏账损失。在联邦储蓄与信贷保险公司破产的阴影下，银行监督机构严格审查了富国银行的贷款组合，他们强迫富国银行于 1991 年准备 13 亿美元的坏账准备金，第二年又追加了 12 亿美元，这自然导致了公司利润大幅下降。

如果我们将目光集中在净利息收入上，就会发现这是一家赢利能力非凡的银行。1983 年以来，富国银行的净利息收入以 15.3%的速度增长。

巴菲特 1990 年开始购买富国银行股票时，这家银行 1989 年的赢利为 5.74 亿美元。

1990 年，美国政府 30 年期债券平均收益率约 8.5%，为保守起见，我们将富国银行的贴现率提高为 10%。

那么即使未来 30 年内富国银行年收入不超过 5 亿美元，它至少也值 50 亿美元。富国银行的公众股总数共有 5200 万股，也就是说其每股股票的内在价值最起码接近 100 美元。

富国银行 20 年来取得了 23%的股东权益复合回报率，每股赢利由 1984 年的 0.84 美元增长到 2004 年的 1.86 美元，增长了 10.40 倍。内在价值的增长也相应反映为公司股票市值的增长，公司市值从 20 年前的不足 10 亿美元增长到 1050 亿美元，股价由 1984 年的 1.92 美元上升到 2004 年的 62.15 美元，是原来的 31.37 倍。

2009 年 4 月，据新华网报道，富国银行预计第一财季净利润将刷新纪录，4 月 9 日纽约股市三大股指的涨幅均超过 3%，道琼斯指数上涨近 250 点。富国银行预计第一财季赢利将达到创纪录的 30 亿美元，合每股 55 美分，大大高于市场此前预期的每股 23 美分。受富国银行利好的财报预测刺激，包括美国银行、摩根大通等在内的银行股全线走高，富国银行涨幅达到 31%，摩根大通上涨 19.4%，美国银行暴涨 37%。投资富国银行依然很走俏，巴菲特坐收渔翁之利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

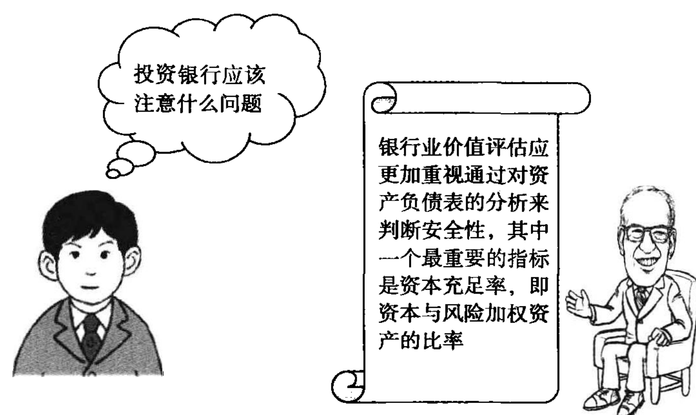


图 8-3 投资银行应该注意的问题

四、不打没把握的仗



我们相信赚钱的概率还是远高于赔钱，唯一的关键在于其获利何时能够实现。

“有时我们的资金不一定能够找到最理想的去处——也就是经营良好、价码合理的企业，这时，我们就会将资金投入一些期间较短但品质不错的投资工具上。虽然我们很明白这样的做法可能无法像我们买进好公司那样稳健的获利，甚至在少数的状况下有可能赔大钱，不过总的来说，我们相信赚钱的概率还是远高于赔钱，唯一的关键在于其获利何时能够实现。

截至年底，我们总共有 3 项异于往常的投资。首先是 1400 万桶的原油期货合约，这是我们在 1994~1995 年间所建立 4570 万桶原油的剩余部位，预计在 1998~1999 年陆续到期，目前未实现获利约有 1160 万美元，而已经结仓的 3170 万桶原油合约总共为我们贡献了 6190 万美元的利益。会计原则规定期货合约必须依市场价格评价，因此这些合约所有未实现的损益，皆已反映在我们年度或每季的财务报表上。当初我们之所以会建立这些部位，主要考量当时的石油期货价位有些被低估，至于现在的市场状况，我们则没有任何意见。

至于第二项则是白银，去年我们一口气买进了 1.112 亿盎司的白银，以目前的市价计算，其在 1997 年总共贡献了 9740 万美元的税前利益。某个角度来说，这仿佛又让我回到了过去，记得在 30 年前，我因为预期美国政府货币将自由化而买进白银，自此之后，我便一直追踪贵金属的基本面，只是并没有其他的买进动作，直到最近这几年，银条的存货突然大幅下滑，查理跟我得出一个结论，那就是白银的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格应该要稍微向上调整，以维持供给与需求的平衡，至于一般人较注意的通膨预期，则不在我们计算价值的范围之内。

最后一项是 46 亿美元以账面摊销长期的美国零息债券，这些债券不支付利息；相反，它是以通过折价发行的方式回馈给债券持有人，因此这类债券的价格会因市场利率的变动而大幅波动。如果利率上升，持有零息债券的人可能损失惨重；反之若利率下跌，投资人就可能因此大赚一笔。因为 1997 年的利率大幅下滑，所以光是 1997 年，我们的未实现利益就高达 5.98 亿美元，这些利益已全数反映在公司年底的账上。

当然不把现金好好地摆着而拿去投资零息债券不是没有风险的，这种基于总体经济分析的投资绝对不敢保证百分之百能够成功，不过查理和我绝对会运用我们最佳的判断能力，大家可不是请我们来闲着没事干。当我们认为胜算颇大时，我们就会大胆地去做一些异于往常的举动，当然万一不小心失误时，还请大家多多包涵，就如同克林顿总统一样，我们绝对与各位感同身受，因为曼格家族有 90%的资产系于伯克希尔，而巴菲特家族更高达 99%。”

——1997 年巴菲特致股东的信

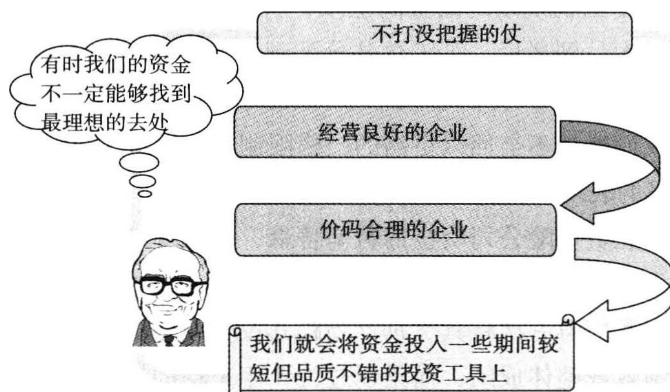


图 8-4 合理运用手中的资金

五、足以列入名人堂的优秀“球员”



想要让一家好公司的表现发挥到极致，必须依赖优秀的管理人员和明确的目标方向。

“想要让一家好公司的表现发挥到极致，必须依赖优秀的管理人员和明确的目标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方向，值得庆幸的是我们已经有像托尼这样优秀的专业经理人，以及绝对不会动摇的目标。为了确保政府雇员保险公司所有的组织成员都能像托尼一样专注一致，我们需要一套能够搭配的薪资酬劳计划，所以在整个购并案完成之后，我们立刻落实执行。

现在，以托尼为首的几个主要高级经理人所领取的薪资奖励主要就看两个指数：自愿性保单的成长以及常态性保单承保的获利（指留在公司超过一年的保单），此外，我们也将同样的标准运用于每年公司员工的盈余分配计划，所以基本上在政府雇员保险公司的每个人，都知道真正重要的是什么。

政府雇员保险公司这项计划充分说明了伯克希尔薪资奖励的原则，那就是必须要能够达到以下目标：适用于个别公司经营状况；简单明了的规则，如此可以很清楚地加以衡量；与每个参与的员工直接相关。所以很自然的，我们避免给予员工不劳而获的财富，比如说伯克希尔的认股权，其最终的价值可能由极小到极大，但这却不是那些我们想要影响其行为的人员所能够直接控制影响的。在我们的观念中，不合理的薪资奖励办法，不但是浪费股东的钱，同时也会让旗下的经理人分心而产生不当的行为。

每一季，政府雇员保险公司总共 9000 名的员工都可以看到根据盈余分配计划所计算出来的结果。1996 年他们确实享受到了这项成果，因为根据这项计划所计算出来的数字早已打破了当初规划时的最高上限，就连我也知道要如何解决这个问题，那就是把上限再扩大，到最后，员工总共分配到了年度获利的 16.9%，金额将近有 4000 万美元，远高于过去 5 年平均不到 10%的比率。同时，在伯克希尔对于员工辛勤工作的表现，我们绝对不会回以更高的门槛限制，如果政府雇员保险公司的员工继续保持如此优异的表现，我们还会继续提高奖励的上限。

负责管理政府雇员保险公司资金的劳辛普森，同样继续其优异的表现，去年他的投资组合超越了标准普尔 500 指数整整 6.2 个百分点。关于劳辛普森在政府雇员保险公司的表现，我们再一次将其奖励计划跟其投资绩效绑在一起，不看政府雇员保险公司的承保绩效或整体成绩，而是以过去 4 年平均的投资绩效为准，对于有些保险公司不分承保部门或投资部门，完全不顾一方优异的表现可能被另一方糟糕的表现所抵消掉的情况，而将其薪资奖励计划完全绑在一起的这种一视同仁的做法感到愚不可及。在伯克希尔，如果你的打击率高达三成五，我可以向你保证绝对不会亏待你，即使其他同队的球员平均打击率只有二成而已，不过很庆幸在政府雇员保险公司，不论是在保险或投资部门，我们都拥有像劳辛普森与托尼这类足以列入名人堂的优秀‘球员’。”

——1996 年巴菲特致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

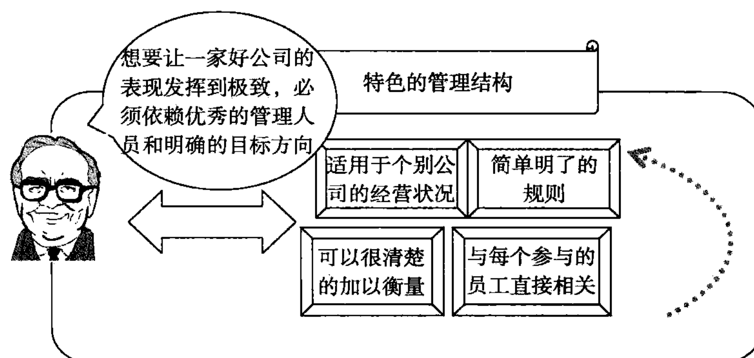


图 8-5 好公司依赖优秀的管理人员

六、看重 CEO 的才气与品格



一个新进的业务，若是不能马上创造足够业绩，可能立刻就要换方案，为了维持纪律，很难允许有例外情形发生。

“我们希望永久的持股资本城/美国广播公司、盖可汽车保险与华盛顿邮报，并不做出其他改变，同样不变的是，我们对于这些管理阶层无条件的敬仰，不管是资本城/美国广播公司的汤姆墨菲与丹伯克、盖可汽车保险的比尔斯奈德与劳辛普森，还有华盛顿邮报的凯·格雷厄姆与迪克西蒙斯。查理和我对于他们所展现的才能与品格深感敬佩。

他们的表现，就我们最近距离的观察，与许多公司的 CEO 截然不同。所幸我们能与后者保持适当的距离，因为有时这些 CEO 实在是不胜任，但却总是能够稳坐其宝座。企业管理最讽刺的就是，不胜任的老板要比不胜任的部属更容易保住其位置。

假设一位秘书在应征时，被要求一分钟要能够打 80 个字，但录取之后如若被发现一分钟只能打 50 个字，很快地，她就可能会被炒鱿鱼，因为有一个相当客观的标准在那里，其表现如何很容易可以衡量出来；同样的，一个新进的业务，若是不能马上创造足够业绩，可能立刻就要走路换方案，为了维持纪律，很难允许有例外情形发生。

但是如果一个 CEO 表现不好，却可以无限期地撑下去，一个原因就是根本没有一套可以衡量其表现的标准存在。就算真的有，也是写得很模糊，或是含混解释过去，即便是错误与过失一再发生也是如此。有太多的公司是在等老板射出箭后，再到墙上把准心描上去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外一个原因也很重要但却很少被提起，那就是老板与员工之间的差别，是老板本身没有一个直接可以衡量判断其表现的上司。业务经理不可能让一颗‘老鼠屎’一直留在他那‘一锅粥’里，他一定会很快地把它给挑出来，否则可能连他自己都会有问题；同样的一个老板，要是请到一位无能的秘书，也会做出相同的动作。

但 CEO 的上司，也就是董事会，却很少检视其绩效并为企业表现不佳负责。就算董事会选错了人，而且这个错误还持续存在，那又怎样？即使因为这样使得公司被动接收，但通常交易也会使得被逐出的董事会成员有丰厚的利益（且通常公司越大，甜头越多）。

最后董事会与 CEO 之间的关系应该是要能够意气相投的。在董事会议当中，对于 CEO 表现的批评就好像是在社交场合中打嗝一样不自然，但却没有一位经理人会被禁止不准严格审核打字员的绩效。

以上几点并不是说要一竿子打翻一条船，大部分的 CEO 或董事会还是相当努力、能干的，有一小部分更是特别的杰出。但查理和我在看过很多失败的例子之后，更加对于我们能够与前面三家公司优秀的经理人共事感到非常幸运，他们热爱他们的事业，想法跟老板一致，并且散发出了他们的才气与品格。”

——1988 年巴菲特致股东的信

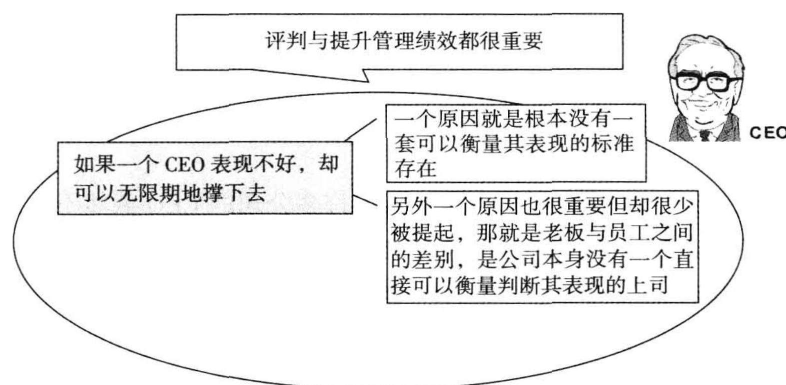


图 8-6 选好 CEO

七、与企业的繁荣同步繁荣



管理人员不可能决定市场价格，尽管他们可以通过公告和经营策略鼓励市场参与者的理性行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"历史上，伯克希尔的股票总是按稍低于企业内在价值的价格出售。有了这种价格，购买者就可以肯定（只要他们没有经历过这种折扣的扩大），他们的个人投资经历将至少与企业的财务经历相同。但是，最近这种折扣已经消失，而且时常会出现适度的溢价。

这种折扣的消失意味着，伯克希尔的市场价值比企业价值（它本身在以令人高兴的步伐前进）增长得快。这对任何在出现这种运动时已经持有股票的所有者来说是个好消息，但对新所有者或未来的所有者来说却是个坏消息。如果伯克希尔新所有者的财务经历仅仅能跟上公司未来的财务经历，那么他们付出的任何市场价值大于企业内在价值的溢价就必定会维持下去。

管理人员不可能决定市场价格，尽管他们可以通过公告和经营策略鼓励市场参与者的理性行为。正像你猜到的那样，我自己的偏好是一种持久接近企业价值的市场价格。有了这种关系，所有者就可以在其整个所有期中，精确地与企业的繁荣同步繁荣。市场价格在企业价值上下的大幅波动，总的来说不会改变所有者的最终收益。最终，投资者获得的必定与企业获得的一样多。但是长期大幅度的低估或高估会导致企业利润在各种不同的所有者中不公平地分配，因为任何特定所有者的投资成效很大程度上取决于他是幸运、精明还是愚蠢。

长久以来，伯克希尔的市场价值与企业价值之间的关系，比其他任何我熟知的公开交易股权的这种关系都更加恒定。这是给你的馈赠。由于你们有理智、兴趣和投资倾向，所以伯克希尔股票的市场价格几乎总是切合实际的。这种不寻常的结果由不寻常的人口统计学得出的一群股东实现了：实际上，我们所有的股东都是个人投资者，而不是机构投资者，再没有哪一家像我们这种大规模的公众持股公司能够同样做到这一点。

40 年前，本·格雷厄姆曾讲过一个故事，说明为什么投资专家会有他们的表现：一位正在走向天堂的石油勘探员，在遇到圣·彼得时听到了坏消息。"你有资格在此居住，"圣·彼得说，"但是，你也看到了，为石油大王们保留的院子已经挤得满满的。没办法再把你塞进去。"勘探员想了一会儿，问圣·彼得，他是否能对现在的居民说八个字。这看起来对圣·彼得没什么害处，所以彼得答应了。勘探员把手罩在嘴边大声叫嚷，"地狱里发现了石油。"立刻，通向院子的大门打开了，所有的石油大王都涌了出来，朝地狱走去。惊讶之余，圣·彼得邀请勘探员进入院子，勘探员却踌躇了，'不行，'他说，'我想我得跟那些家伙一起去，毕竟，地狱里可能真有石油。'"

——1985 年伯克希尔公司所有者手册

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

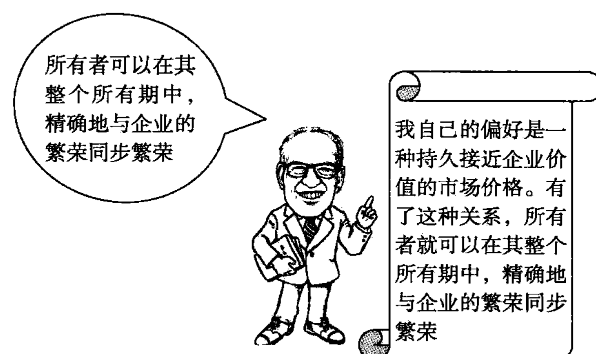


图 8–7　与企业同步繁荣

八、管理者的可爱与才干



大部分的管理人根本就不需要为了讨生活而工作，他们参加球队的原因只是为了要击出全垒打，事实上这正是他们常有的表现。

“大部分的管理人根本就不需要为了讨生活而工作，他们参加球队的原因只是为了要击出全垒打，事实上这正是他们常有的表现。他们合并的财务报表（加上一些较小的事业），显示了他们的表现是如此的优异。以历史投资成本做基准，他们现在每年的税后盈余高达平均股东权益的 57%，更甚者，他们并不靠举债，账上所拥有的现金就足以清偿所有的借款。当我念到这些管理人的名字——巴金斯、弗里德曼、赫德蒙家族、查克·哈金斯，史丹利浦西与拉夫舒伊，这感觉就好像是名教练米勒·哈金斯在宣布 1927 年纽约扬基队的先发阵容一样。

现在让我们逐一来检视吧。

在波珊珠宝加入伯克希尔的第一年，它达到了我们所有的预期目标。营业额大幅增长，较四年前刚搬到现址时要好上 1 倍，事实上在搬来的六年前，它的业绩早已成长了 1 倍。艾克·弗里德曼是波珊珠宝的管理天才，对他来说只有一种速度，那就是全速前进！

如果你还没有到过那里，你一定没有看过有珠宝店像波珊那样。由于销量非常大，所以在那里你可以看到各式各样、各种价格的珠宝，同样的理由，它的营业费用开销大概只有一般同类型珠宝店的 1/3。对于费用的严格控管，加上优异的采购能力，使得它所贩售的商品要比其他珠宝店便宜许多，而便宜的价格又吸引了更多的顾客上门，这种良性循环的结果，使得该店在旺季的单日人潮流量能高达 4000 人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艾克·弗里德曼不但是个优秀的商人、表演者，更是品格高尚的人。买下这家店时，我们没有查账，事后所有的惊奇完全都是正面的。有句话说不懂珠宝没有关系，但你一定要有认识的珠宝商，这句话真的很有道理，不管是你要买一颗小小的钻石，或是要买下一整家店都一样。

有一段故事可以说明为何我个人如此喜爱艾克。每两年我都会参加一个非正式的聚会，大家一起同乐并探索新事物。去年九月，在圣塔菲与主教会面，我邀请艾克与他的太太和儿子为大家讲解珠宝。

艾克为了加深大家的印象，所以特地从奥马哈带了总值超过 2000 万美元的各式珠宝。当时我个人有点担心，因为主教的住所并非像福克斯堡那般坚固，所以当晚在活动开始之前，我特别向艾克表达个人的关切。艾克把我拉到一旁说：'看到那保险箱没？下午时我们早已掉过包，所以根本没有人可能分得清真或假。'听到这话，我放心多了，艾克接着又说：'看到旁边那两个腰佩枪支的彪形大汉没？他们会整晚守护着这只保险箱。'正当我舒口气准备到宴会中时，艾克小声说到更重要的，'真正的珠宝并不在保险箱里！'

我们怎么能够错过这样的一号人物呢？尤其是当他背后还有一个兼具才能与活力的家族。"

——1989 年巴菲特致股东的信

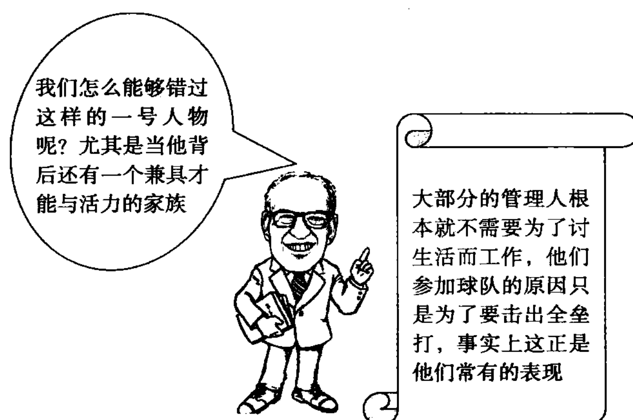


图 8-8 优秀管理人员的表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九、世界上最成功的管理模式与最坚固的“城墙”



在某种程度上，有些东西和价格是没关系的，或者说，不是以价格为导向的，这就像迪斯尼。

“我们在 1972 年买的时思糖果，那之后，我们每年都在 12 月 26 日，圣诞节后的第一天涨价。圣诞节期间我们卖了很多糖。今年，我们卖了 3000 万磅糖，一磅赚 2 个美元，总共赚了 6000 万美元。10 年后，我们会赚得更多。在那 6000 万美元里，5500 万美元是在圣诞节前 3 周赚的。耶稣的确是我们的好朋友。这确实是一桩好生意。

如果你再想想，关于这生意的重要一点是，多数人都不买盒装巧克力来自己消费，他们只是用它来作为生日或节日的馈赠礼品。情人节是每年中最重要的一天；圣诞节是迄今为止最重要的销售节日。女人买糖是为了圣诞节，她们通常在那前后 2~3 周来买；男人买糖是为了情人节，他们在回家的路上开着车，我们在收音机节目里放广告，‘内疚，内疚’，男人们纷纷从高速路上出去，没有一盒巧克力在手，他们是不敢回家的。

情人节是糖果销售最火的一天。你能想象，在情人节那天，时思糖果的价钱已经是 11 美元一磅了。当然还有别的牌子的糖果是 6 美元一磅。当你在情人节的时候回家（这些都是关于时思糖果深入人心的一幕幕场景，你的那位接受你的礼品，由衷地感谢你，祝福剩下的一年），递给你的那位（6 块钱的糖），说，‘亲爱的，今年我买的是廉价货！’这绝不可能行得通！

在某种程度上，有些东西和价格是没关系的，或者说，不是以价格为导向的，这就像迪斯尼。迪斯尼在全世界卖的是 16.95 美元或 19.95 美元的家庭影像制品。人们，更具体地说，那些当妈妈的人对迪斯尼有着特殊的感情，在坐的每个人在心中对迪斯尼都有着一些情愫。如果我说环球影视，它不会唤起你心中的那种特殊情愫；我说 20 世纪福克斯公司，你也不会有什么反应。但是迪斯尼就不同，这一点在全世界都如此。当你的年纪变老的时候，那些（迪斯尼的）影像制品，你可以放心让小孩子每天在一边看几个小时。你知道，一个这样的影片，小孩子会看上 20 遍。当你去音像店时，你会坐在那儿，把十几种片子都看上一遍，然后决定你的孩子会喜欢哪一部？这种可能性很小。别的牌子卖 16.95 美元，而迪斯尼的卖 17.95 美元，你知道买迪斯尼的不会错，所以你就买了。在某些你没有时间的事情上，你不一定非要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做高质量的决定。而作为迪斯尼而言，就可以因此以更高的价格，卖出多得多的影片。多好的生意！而对其他牌子来讲，日子就不那么好过了。

梦想家们一直努力打造出类似于迪斯尼概念的品牌，来同它在世界范围内竞争，取代人们心中对迪斯尼的那份特殊情愫。比如，环球影视，妈妈们不会在音像店里买他们的片子而放弃迪斯尼的，那是不可能发生的。可口可乐是在全球范围内和喜悦的情绪关联在一起的，不管你花多少钱，你想让全世界的 50 亿人更喜欢可口可乐饮料，那是做不到的。你可以搞些诡计，做折扣促销，等等，但都是无法得逞的。这就是你要的生意，你要的‘城墙’。”

——1998 年巴菲特在佛罗里达大学商学院的演讲

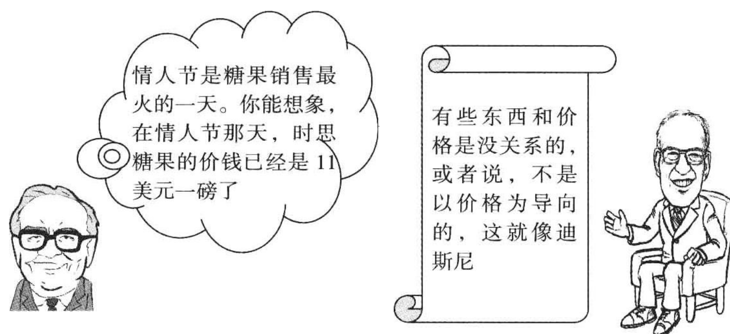


图 8–9 迪斯尼的启示

十、折价换取更重要的东西



我们相信，对我们来说，几乎不可能将我们目前的企业以及管理层“折价换取更重要的东西”。

“我已经提到过，在收购中我们宁可使用现金，而不是伯克希尔的股票。有关历史记录的研究会告诉你原因：如果你将我们所有仅使用股票的兼并活动汇总（不包括我们兼并两家附属公司：多元零售公司和蓝筹食品代价券公司），就会发现，如果我不进行这些交易，那么我们股东的经济状况会略微糟糕一些。当我发行股票时，这是以你们的钱为代价，尽管这样说让我痛心。

我们很清楚一件事——这种成本从未发生。因为不管我们怎样被卖家误导，或者因为他们从那以后未能用勤奋和技巧管理企业。正好相反，在我们商谈交易时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖家完全是坦率的，而且从那时到现在一直很得力。

相反，我们的问题是，我们拥有许多真正了不起的企业，这意味着卖掉它们的一部分换取某些新东西几乎永远没道理。当我们在兼并中并行发行股票时，我们减少了你在所有我们部分拥有的公司中的所有权，如可口可乐、吉列和美国运通，而且也减少了你在所有我们经营有方的公司中的所有权。来自体育的一个例子将能很好解释我们面对的困难：对一支棒球队来说，获得一名能指望打出 0.350 的运动员总是件妙事——除非这支球队为达成交易必须卖出 0.380 的击球手。

由于我们的花名册上满是 0.380 的击球手，我们已经努力为收购支付现金，而且我们的记录要好得多。从 1967 年收购国民保险公司开始，随后持续收购其他公司，其中有时思、布法罗新闻、斯考特·费泽公司以及政府雇员保险公司，我们已经用现金得到了许多大公司，它们在我们购买之后表现惊人的出色。这些收购给伯克希尔带来了巨大的价值——实际上，远远超过我们在收购时的预期。

我们相信，对我们来说，几乎不可能将我们目前的企业以及管理层‘折价换取更重要的东西’。我们的处境与卡默洛特的莫德雷德相反，格韦纳维亚评论他说：‘我能对他说的一件事，就是他一定要结好婚。但每个人都在他之上。’结好婚对于伯克希尔来说极其困难。”

——1997 年巴菲特致股东的信

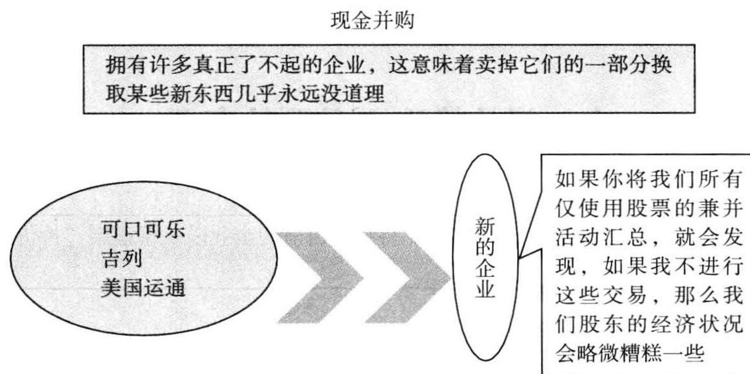


图 8–10　为收购支付现金

十一、不必为多余的资金另找出路



当一家公司的资金超过前述的资金需求时，那些以增长为导向的公司股东，可以考虑买进新事业或是买回公司自家的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“当一家公司的资金超过前述的资金需求时，那些以增长为导向的公司股东，可以考虑买进新事业或是买回公司自家的股份。要是公司的股价远低于其实质的价值，买回股份通常会最有利。在 20 世纪 70 年代，投资大众就曾大声呼吁公司的经营阶层采取类似的做法，不过当时却很少有公司响应。那些真正落实的，事后证明大大增进了股东的利益，而为多余资金另找出路的公司则惨不忍睹。确实在 20 世纪 70 年代（以及以后断断续续好几年），我们专门锁定那些大量买回自家股份的公司，因为这种举动通常暗示着这是一家公司股价被低估，同时又拥有相当注重股东权益的经营阶层。

不过这种情况已成明日黄花，虽然现在买回自家股份的公司比比皆是，但我们认为大部分的背后都隐含着一个令人鄙夷的动机，那就是为了要拉抬或支撑公司股价。这当然有利于在当时有意出售股份的股东，因为他们能够以不错的价格顺利出场，不管他的背景或出售的动机是什么。不过留下来的股东却因为公司以高于实质价值的价格买回股份而蒙受其害，以 1.1 美元的价格买进 1 块钱美钞的生意很明显不划算。

查理和我都承认，我们对于估计股票的实质价值还有点自信，但这也只限于一个价值区间，而绝非一个准确的数字。不过即便如此，我们还是很明显地可以看出许多公司目前以高价买回股份的举动，等于是让卖出股份的股东占尽留下来股东的便宜。当然站在公司的立场来看，大部分的主管对于自家公司有信心也是人之常情，但他们其实比我们更知道公司的一些内情。不管怎样，这些买回的举动总是让我认为压根就不是为了想要增进股东权益，而只不过是经营阶层想要展现自信，或者一窝蜂跟进的心态而已。

有时，有的公司也会为了抵消先前发行低价认股选择权而买回股份，这种买高卖低的策略跟一般投资人无知的做法并无二致，但这种做法绝不像后者一样是无心的，然而这些经营阶层好像相当热衷于这种对于公司明显不利的举动。

当然发放认股选择权与买回股份不见得就没有道理，但这是两码事，绝不能混为一谈。一家公司要决定买回自家的股份或发行新股，一定要有充分的理由，如果只是因为公司发行的认股权被行使或其他莫名其妙的原因，就要强迫公司以高于实质价值的代价买回股份，实在是没有什么道理。相反，只要公司的股价远低于其合理的价值，则不管公司先前是否发行过多的股份或选择权，都应该积极买回流通在外的股份。”

——1999 年巴菲特致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

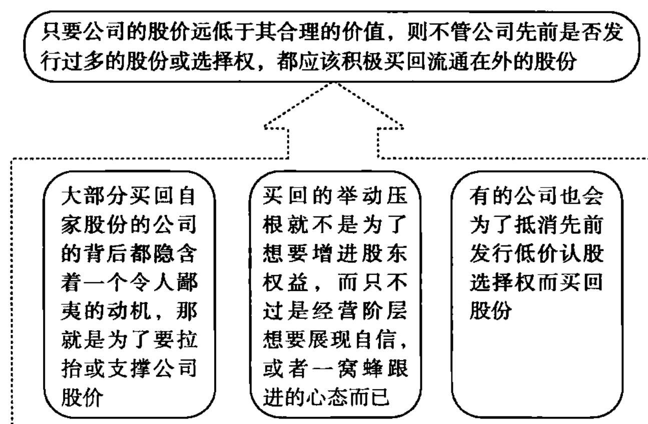


图 8–11　公司回购股份的原因

十二、稳定的收购政策



通常情况下，有才能的管理人员品格高尚、乐于工作，且愿意与我们一起分享公司经营所带来的利益。

"事实上，费区海默正是我们想要买的公司类型。它有悠久的历史，有才能的管理人员品格高尚，乐于工作，且愿意与我们一起分享公司经营所带来的利益。所以我们很快地就决定以 4600 多万美元买下该公司 84%的股权，这与我们当初买下内布拉斯加家具店的情况很类似。持有股权的大股东有资金上的需求，原经营家族有意愿继续经营公司并持有部分股权，且希望买下公司股权的股东不要只为了价格随便将公司股权出让，并确保股权交易完成后，公司的经营形态不受干扰。这两家公司真正是我们所想要投资的类型，而它们也确实适得其所。

说来你可能不敢相信，事实上我与查理甚至根本就从未去过费区海默那位于辛辛那提的企业总部（另外还有，像帮我们经营时思糖果 15 年之久的查克，也从未来过奥马哈伯克希尔的企业总部），所以说若伯克希尔的成功是建立在不断地视察工厂基础上的话，现在我们可能早就要面临一大堆问题了。因此在从事购并公司时，我们试着去评估该公司的竞争能力，其优势与缺点以及经营阶层的能力与水准。费区海默在各方面都很杰出，而鲍勃与乔治正值 60 多岁的壮年期（以我们的标准而言），且后继还有加里等三位优秀的子弟继承衣钵。身为购并的最佳典型，该公司只有唯一一个小缺点，那就是它的规模不够大。我们希望下一次有机会能遇到各方面条件都与费区海默一般，且规模至少要有它好几倍大的公司。目前我们对于购并对象年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度税后获利的基本门槛已由每年的500万美元提高到1000万美元。报告完毕后，最后还是重复一下我们的广告，假若你有一家公司符合以下我们所列的条件，请尽快与我们联络。

（1）巨额交易（每年税后盈余至少有1000万美元）。

（2）持续稳定获利（我们对有远景或具转机的公司没兴趣）。

（3）高股东报酬率（并甚少举债）。

（4）具备管理阶层（我们无法提供）。

（5）简单的企业（若牵涉到太多高科技，我们弄不懂）。

（6）合理的价格（在价格不确定前，我们不希望浪费自己与对方太多时间）。

我们不会进行敌意购并，承诺完全保密，并希望你能尽快答复我们是否感兴趣（通常不超过五分钟）。我们倾向现金交易，除非我们所换得的企业内含价值跟我们付出的一样多，否则绝不考虑发行股份。我们欢迎可能的卖方向那些过去与我们合作过的伙伴打听，对于那些好的公司与好的经营阶层，我们绝对可以提供一个好的归属。

当然我们也持续接到一些不符合我们条件的询问电话，包括新事业、转机股、拍卖案以及最常见的中介案（那些通常会说你们要是能碰一下面，一定会感兴趣之类的）。在此重申，我们对这类型案件一点兴趣都没有。”

——1986年巴菲特致股东的信

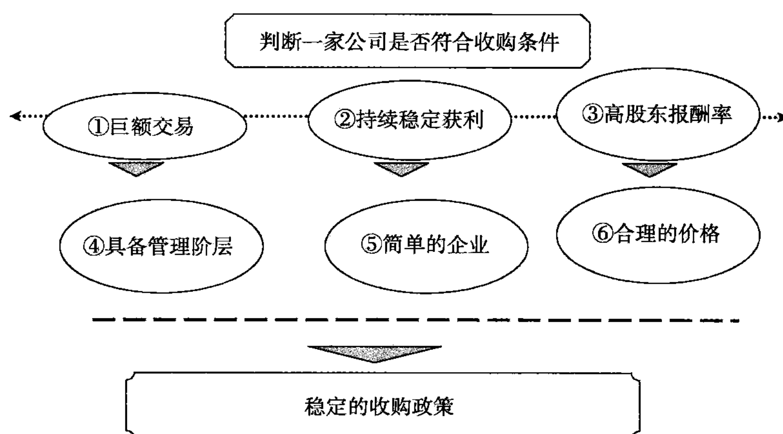


图 8–12 收购条件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十三、克制扩张的冲动



眼不见为净的结果，可能会让你的口袋落空。

“在伯克希尔，我们努力避免自己的公司成为商品化的企业。第一个方法是我们凭借着自己强大的资金实力，来凸显我们产品的不同。但这种效果实在有限，尤其在个人险的部分。因为即使是其所投保的保险公司倒闭（事实上这种状况还不少），汽车险或房屋险的购买者仍可获得理赔，在商业险的部分也是如此。当情况好时，许多大企业投保户与保险掮客都不太关心保险业者的财务状况，即使是比较复杂的案件，顶多拖个三五年，最后还是有办法可以解决。

不过过一段期间，保户会偶尔想起富兰克林所说的‘空沙包很难站得直挺’，并了解寻找一个可靠稳定的保险公司的重要性。这时我们发挥优势的机会就来了。当客户认真想到往后 5~10 年，若是面对景气不佳同时又碰上金融市场低迷、再保险业者倒闭频繁等景象，而怀疑保险公司是否仍有能力轻松地支付 1000 万美元理赔金时，那么他可以挑选的保险公司其实是相当有限的。在所有的‘沙包’之中，伯克希尔无疑是站得最直挺的一个。

第二个方法是我们试着让我们完全不理会签发保单的数量，在下一个年度我们很愿意一口气签出比前一年多 5 倍的保单，但若是只能签发 1/5 的保单也无所谓。当然情况若许可，我们希望是越多越好。但我们实在是无法掌握市场价格，若价格不理想，我们就会暂时退出市场少做一点生意。在同业中再没有其他任何一家保险公司有我们如此高的自制力了。

在保险业普遍存在的第三种情况（这在其他产业并不多见），使得我们能保持相当的弹性。第一，市场占有率并不绝对等于获利率，不像新闻业或是零售业，最后能够存活的不一定是最肥的那个人；第二，许多的保险类种，其中也包含我们所从事的主要险种，销售通路并非只有唯一管道，所以进入障碍低，今年业绩不多，不代表明年就一定会很少；第三，闲置的产能，在保险业来说主要是在于人力，这部分并不会造成太大的负担，在印刷或是钢铁业的话就不是如此。我们可以在保持慢速前进的同时，蓄势待发准备向前冲刺。”

——1987 年巴菲特致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

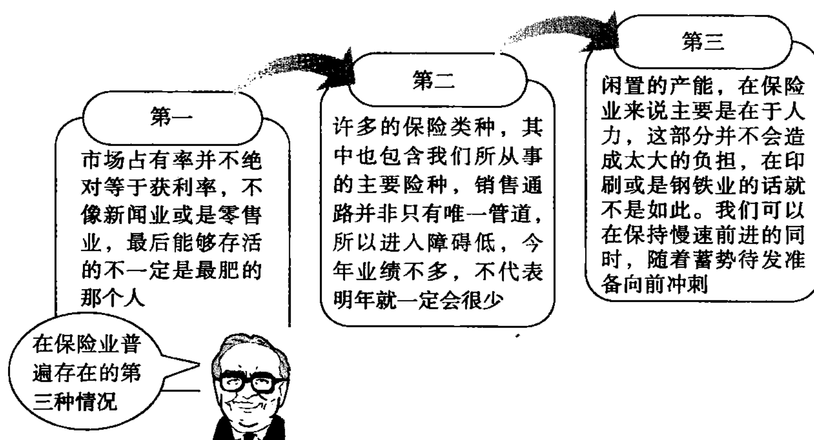


图 8-13 在保险业存在的第三种情况

十四、高于独立经营的获利



虽然有些合并案确实可以发挥综合效益，但通常买家所付出的代价过高，且通常成本节省与营收增加的预期效益最后都会成一场空。

“我们相信实在是很难将我们现在拥有的事业与其经营阶层交换出去，我们现在的处境与卡默洛·莫德里德刚好相反。格温纳维尔说他一定可以找到理想的伴侣，因为世上所有人的条件都比他还要好，但是对伯克希尔来说，要找到足以匹配的伴侣实在是难上加难。

所以大家可以预见的是，在未来查理和我将会越来越不愿意以发行新股的方式进行购并，要是遇到非如此不可的情况时，也就是被购并者坚持要拿股票的时候，我们也会附带提供一个比较优越的现金价格，以促使更多的股东选择领取现金。

此外，当我们购并已公开发行的公司还会遇到另一项问题，那就是如果我们提供被购并者任何溢价的话，必须要能够符合以下两项条件其中之一：要么就是相对于对方，伯克希尔的股价被高估；要么就是两家公司合并后所赚得的利益高于两家独立营运时的利益。关于这个问题，就过去的经验，伯克希尔的股价很少被高估，相对的，以目前的市场状况，实在很难再找到其他股价相对被低估的公司。至于另外一个可能性，也就是所谓的合并综效，通常都很不切实际，我们顶多能期望被购并的事业，在被买下之后的表现跟之前一样好就不错了，因为加入伯克希尔不代表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营收就能够自动增加，或成本就能够自动地减少。

其中还有一些以选择权充当薪资酬劳配套措施的公司，在我们买下之后，其账面成本往往会暴增（但并不会影响实际真实的成本），事实上应该说是这些公司过去的获利状况被高估，因为他们所采取的是在我们看来典型的，完全忽略发行选择权潜藏企业成本的不当会计手法。因此，当伯克希尔买下一家有发行选择权的公司时，我们会立刻将之更换成以现金报酬为主，但却与原来认股权同样优惠的奖励计划，如此一来，被购并的这家公司其实际的薪资酬劳成本方能摊开在阳光底下，具体反映公司的获利状况。

伯克希尔购并公开公司所采用的原则也是所有买家必修的学分。买方没有理由以溢价进行购并，除非在以下特殊的情况下：相对于被购并者，其股价被高估；或者是两家原本独立的企业在合并之后，所赚取的利润高于原先的总和。显而易见，买方通常会采取第一个理由，因为很少有公司会公开承认自己的股价被高估。然而贪得无厌的买家，以比印钞票还快的速度来印股票的这群人，最后却不得不默认自己的股价确实被高估，通常他们玩的宛如华尔街版的连锁信游戏。

虽然有些合并案确实可以发挥综合效益，但通常买家所付出的代价过高，且通常成本节省与营收增加的预期效益最后都会成一场空。不过有一点可以确定的是，不管这个购并案多么的不合理，只要老板有强烈的意愿，其内部的同僚与外部的专家顾问都能够提出一份看似合理的评估报告来支持其立场，只有在童话中才有人敢大胆地告诉国王他没有穿衣服。”

——1997 年巴菲特致股东的信

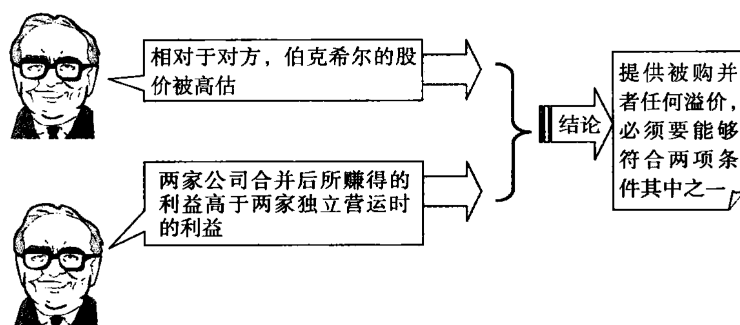


图 8-14　购并的条件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十五、判断企业正常的获利水平



不要因为将企业的获利数字增加一个百分点，便结束比较不赚钱的事业。无条件去支持一项完全不具前景的投资的做法不太妥当。

“7 月份，我们决定关闭我们在纺织事业的营运，到年底之前这项令人不太愉快的工作也大致告一段落。回顾纺织产业的历史深具启发性。当巴菲特合伙事业（当时由我本人担任该合伙事业的执行合伙人）在 21 年前买下伯克希尔纺织公司的控制权时，公司的账面价值约为 2200 万美元，全部集中在纺织事业，然而当时由于公司无法赚得与账面价值相称的报酬，其内含价值却远低于此数。事实上，在此之前 9 年（伯克希尔与海瑟威两家合并经营期间）的累计总营业收入达 5 亿多美元，但却发生了 1000 万美元的亏损。虽然时有获利，但总是在进一步、退两步。

在我们买下该公司的当时，南方的纺织工厂由于不具工会组织，而被公认为较具竞争优势，大部分北方的工厂皆已结束营运。当时，许多人认为我们也应该将该公司清算，然而我们觉得公司若能有一位长期稳定的管理者，营运将可得到改善。所以当时我们马上选中肯·蔡斯接手，有关这点我们倒是做对了。肯与后来接替他的加里合作得非常好，一点也不输给我们其他获利更高的事业经营者。

在 1967 年初，我们利用纺织事业产生的大量现金进入保险事业，买下国民保险公司，一部分资金来自盈余，另一部分则来自减少纺织事业的存货、应收账款与固定资产的投资。事实证明，这次撤退的决策完全正确。尽管由于肯的管理使营运大为改善，但纺织事业从未赚到什么钱，即使是在景气高峰的时候。伯克希尔后来持续多元化，使得纺织业的不良对于公司整体的影响越来越轻微。我们之所以继续经营纺织业的原因，我早在 1978 年便曾提过（后来也曾陆续提到）：

（1）该公司为当地非常重要的雇主。

（2）管理当局坦诚面对困境并努力解决问题。

（3）劳工体认困境并极力配合。

（4）尚能产生稳定现金收入。

我后来还说，只要这些情况持续不变（我们也预期不会变），即使有更多更好的投资机会，我们仍会将纺织事业坚持下去。

但事实证明第四点是错的。虽然 1979 年的获利状况还不错，但之后却耗用了大量的资金，直到 1985 年中情况变得再明显不过。若我们能够找到合适的买主，即使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贱价出售，我们也不愿意看到该事业被清算。但我们清楚这点，别人也更清楚，没有人会有兴趣。

我们不会因为想要将企业的获利数字增加一个百分点，便结束比较不赚钱的事业。但同时我们也觉得只因公司非常赚钱，便无条件去支持一项完全不具前景的投资的做法不太妥当。亚当·史密斯一定不赞同我第一项的看法，而卡尔·马克思也会反对我第二项见解，采用中庸之道是唯一能让我感到安心的做法。”

——1985 年巴菲特致股东的信

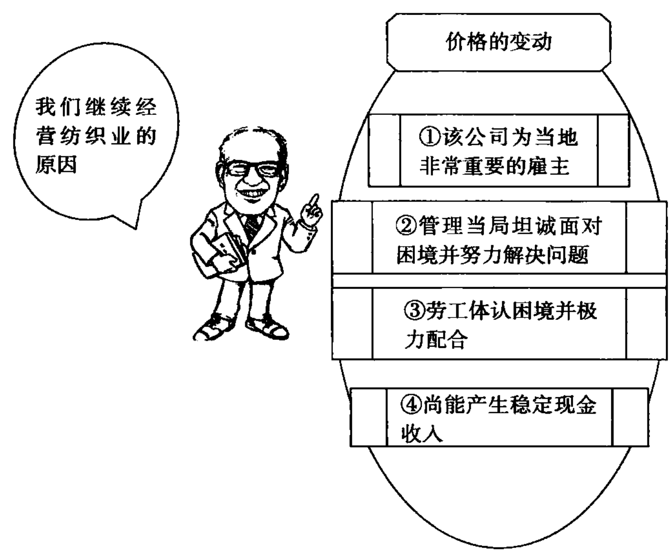


图 8–15 继续经营纺织业的原因

十六、负债与资产之间的平衡艺术



我们希望是能够在最坏的情况下得到合理的结果，而不是在预期乐观的情况下得到很好的利益。

“在年度结束后不久，伯克希尔发行了两期的债券，总共金额是 2.5 亿美元，到期日皆为 2018 年并且会从 1999 年开始慢慢分期由偿债基金赎回，包含发行成本在内，平均的资金成本约在 10%，负责这次发行债券的投资银行就是所罗门，他们提供了绝佳的服务。

尽管我们对于通货膨胀保持悲观的看法，我们对于举债的兴趣还是相当有限，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然可以肯定的是伯克希尔可以靠提高举债来增加投资报酬，即使这样做我们的负债比例还是相当的保守，且就算如此我们很有信心应该可以应付比 1930 年经济大萧条更坏的经济环境。

但我们还是不愿意这种没有问题的做法，我们要的是百分之百的确定，因此我们坚持一项政策，那就是不管是举债或是其他任何方面，我们希望是能够在最坏的情况下得到合理的结果，而不是在预期乐观的情况下得到很好的利益。

只要是好公司或是好的投资决策，不靠投资杠杆，最后还是能够得到令人满意的结果，因此我们认为为了一点额外的报酬，将重要的东西（也包含政策制定者与员工福祉）暴露在不必要的风险之下是相当愚蠢且不适当的。

当然我们不会畏惧借贷（我们还不至于认为借钱是万恶不赦的），我们还是愿意在估计不会损及伯克希尔利益的最坏情况下，进行举债。至于这个限度在哪里，我们就必须评估自己本身的实力。伯克希尔的获利来自许多不同且扎实的产业，这些产业通常不需要额外大量的投资，负债的部分也相当健全，同时我们还保有大量的流动资产，很明显的，我们大可以承担比现在更高的负债比例。

我们举债政策还有一项特点值得说明。不像其他公司，我们比较希望能够预先准备而不是事后补救，一家公司若能够同时管好资产负债表的两侧，就会有不错的成绩。这代表一方面要能够将资产的报酬率提高，另一方面要能够将负债的资金成本降低，若是两边都能碰巧的兼顾那就太好了。不过事实告诉我们，通常情况正好相反。当资金吃紧时，代表负债的成本上升，这正是对外购并的最好时机，因为便宜的资金有时会将竞标的资产飙到天价。我们的结论是，在举债方面的动作，有时应该要跟购置资产方面的动作分开做。

当然，何谓吃紧，何谓便宜的资金，很难有一个清楚的分野，我们无法去预测利率的走向，所以我们随时保持开放的心态，随机地在市场还没有那么悲观时借钱，期望之后可以找到合适的购并或投资标的。而通常如同我们先前所提到的，大概是会在债市情况悲观时出现，我们一个基本的原则就是，如果你想要猎捕那种罕见且移动迅速的大象，那么你的枪支就要随时上膛准备。”

——1987 年巴菲特致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

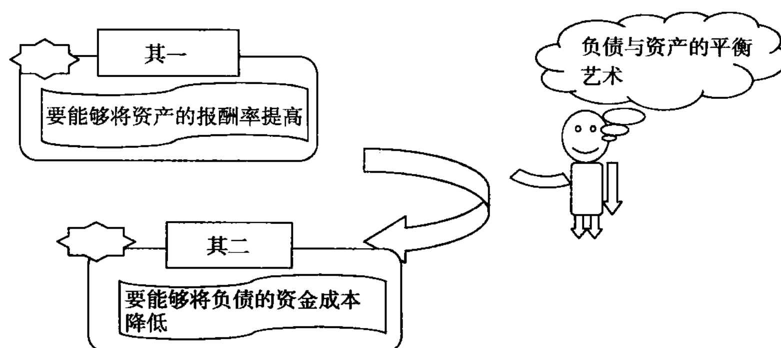


图 8–16 负债与资产的平衡艺术

十七、你每天醒来必须面对的“财产蒸发”



高通货膨胀率等于是对投入的资本额外课了一次税，如此一来，可能使得大部分的投资变得有点愚蠢。

“高通货膨胀率等于是对投入的资本额外课了一次税，如此一来，可能使得大部分的投资变得有点愚蠢。近几年来这个基本门槛，即企业投资所需的最基本的报酬率以使得整件投资报酬为正的底限，可说是日益提高。每个纳‘税’人就好像是在一个向下滑的电扶梯上拼命往上跑一样，最后的结果却是越跑越往后退。

举例来说，假设一位投资人的年报酬率为 20%（这已是一般人很难达到的成绩了），而当年度的通货膨胀为 12%，又若其不幸适用 50%高所得税级距，则我们会发现该位投资人在盈余全数发放的情形下，其实质报酬率可能是负的。因为这 20%的股利收入有一半要归公库，剩下的 10%全部被通货膨胀吃光，不够还要倒贴，这结局可能比在通货膨胀温和时投资一家获利平庸的公司还不如。

假设只有外在的所得税负，而无隐性的通货膨胀税负，则不论如何，正的投资报酬永远不会变成负的（即使所得税率高达 90%也一样）。但通货膨胀却不管公司账面到底赚不赚钱，只要像是最近这几年的通货膨胀，就会使得大部分公司的实质投资报酬由正转为负，即使有些公司不必缴所得税也是一样。举例来说，如果通货膨胀率达到 16%，约有 6 成的美国企业股东其投资报酬率将变为负值，即使大家都不必缴资本利得与股利所得税也一样。

当然这两者租税是交相存在于现实社会中的，因为外在的课税系是按照名目所得，而非实质所得，所以在支付所得税后，股东的实质币值将不增反减。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而以目前的通货膨胀率来看，我们相信对适用中高级距所得税率的投资人而言（除非你是通过退休基金、慈善团体等免税机构来投资），将无法通过投资一般美国企业获得任何实质的资本利得，即使他们把分配到的股利一再重复地投资下去也一样，因为其获利早已被隐藏的通货膨胀与台面上的所得税给吸收殆尽。

而如同去年（1979 年）我们所说的一样，对于这个问题，我们目前无解（明年我们的回答很可能也是如此），通货膨胀对我们股权投资的报酬没有一点帮助。

一般认为，编制指数是对抗通膨的一种有效方法，但大部分的企业资本却从未这样做。当然账面每股盈余与股利通常会渐渐增加，若公司把所赚的钱再投资下去，即使是无通货膨胀也是一样。就像是一个勤俭的薪水阶级，只要固定把他所赚薪水中的一半存入银行，就算是从来没有获得加薪，他每年的收入还是会慢慢地增加。

理论上，企业盈余（当然不包括由额外投入的资本所产生的盈余）不必增加任何资金，也能够稳定地随着物价指数持续增加，包含营运资金在内，但只有极少数的公司具有此种能力，而伯克希尔并不在其中。当然，本公司在盈余再投资以求成长、多元化、茁壮的企业政策下，碰巧也有为股东减轻外在所得税负的效果，那就是只要你不将目前所持有的伯克希尔股份转做其他投资，就不会被课征所得税。但是隐藏的通货膨胀税，却是每天你醒来就必须面对的问题。”

——1980 年巴菲特致股东的信

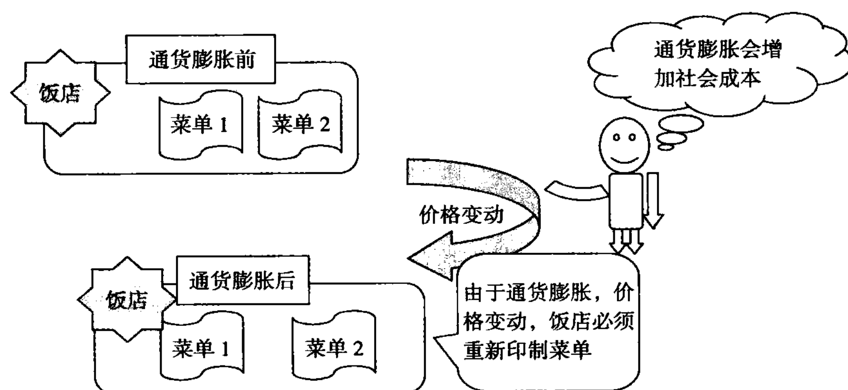


图 8-17 通货膨胀会增加社会成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十八、把税看做是一种无息的负债



就经济实质而言，所得税负债就好像是美国国库借给我们的无息贷款，且到期日由我们自己来决定。

“新的会计原则有可能会要求公司将所有的利得以现行的税率估算（不管实际可能会是多少），若以34%来计（等于将税率提高6个百分点），这样的规则可能会大幅增加我们账面递延所得税的数字，并使我们的账面净值减少约7100万美元。由于新提出的规定引发了相当大的争议，最后的结果尚难定论，所以目前公司账上尚未做此反映。

大家可以从资产负债表上看到，若是年底我们一口气将所有的有价证券按市价全部出清，则我们要支付的所得税将高达11亿美元。但这11亿元的负债真的就跟15天后要付给厂商的货款一样或是相近吗？很显然并非如此，虽然在财务报表上计算净值方式都一样，只是很简单地减掉11亿美元。从另一个角度来看，难道这项估计所得税负债，会因为我们从来没有意愿要把股票卖掉，所以政府课不到所得税，就表示它不具有重大的意义吗？答案很显然也不是。

就经济实质而言，这种所得税负债就好像是美国国库借给我们的无息贷款，且到期日由我们自己来决定（当然除非国会把课税时点提早到未实现时）。这种贷款还有一个很奇怪的特点，它只能被用来购买某些特定涨价的股票，而且额度会随市场价格而变动，有时也会因为税率变动而改变。这种递延所得税其实有点类似于资产移转时所要缴纳的交易税，事实上我们在1989年只做了一小部分的变动，总共产生了2.24亿美元的资本利得，因此发生了7600万美元的交易税。

由于税法运作的方式，如果情况许可的话，我们偏爱李伯大梦式的投资，因为较之疯狂短线进出的方法，它有一个很重要的利基点，让我们举一个很极端的例子来做说明。

假设伯克希尔只有1美元的投资，但它每年可以有1倍的报酬；假设我们将卖掉后所得的资金，用同样的方式再重复19年，结果20年下来，依照34%的税率总共贡献给国库13000美元，而我们自己则可以拿到25250美元。看起来还不错，然而要是我们简单一点，只做一项不变的投资，但是它同样可以每年赚1倍，则最后的金额高达1048576美元，在扣除34%（356500美元）的所得税之后，实得约692000美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之所以会有如此大的差异，唯一的原因就是所得税支付的时点。有趣的是政府从后面那种情况所抽的税金还比前者高，当然政府必须等到最后才能拿到这笔税金。必须强调的是，我们并不是因为这种简单的算术就倾向采用长期投资的态度，经常性的变动有可能会使我们的税后报酬高一些，事实上在几年之前，查理和我就是这样在做的。”

——1989 年巴菲特致股东的信

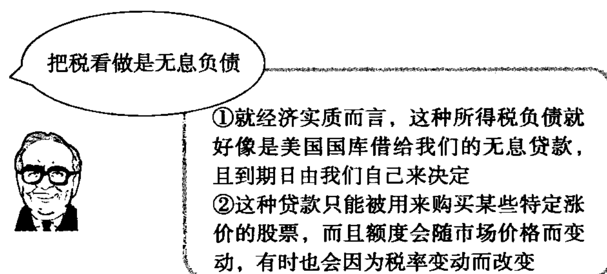


图 8–18 把税看做是无息负债的好处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

钱永远不是最大的问题
——巴菲特的生活财富观

一、钱能带来的魅力


重要的是发现生活的真谛，做你喜欢做的。

“我们是从来不借钱的，即使有保险做担保。即使是在我只有 1 万美元的时候，我也决不借钱。借钱能带来什么不同吗？

我只凭一己之力时也乐趣无穷。1 万美元、100 万美元和 1000 万美元对我都没有什么不同。当然，当我遇到类似紧急医疗事件的情况下会有些例外。基本上，在钱多钱少的情况下，我都会做同样的事情。如果你从生活方式的角度来想想你们和我的不同，我们穿的是同样的衣服，当然，我的是森特勒斯特给的；我们都有机会喝上帝之泉（说这话的时候，巴菲特开了一瓶可乐）；我们都去麦当劳，好一点的，奶酪皇后（一家类似于麦当劳的快餐店）；我们都住在冬暖夏凉的房子里；我们都在平面大电视上看内布拉斯加州大学和得克萨斯农机大学（美国的两所大学）的橄榄球比赛。我们的生活没什么不同，你能得到不错的医疗，我也一样，唯一的不同可能是我们旅行的方式不同，我有我的私人飞机来周游世界，我很幸运。但是除了这个之外，你们再想想，我能做的你们有什么不能做呢？我热爱我的工作，但是我从来如此，无论我在谈大合同，还是只赚 1000 美元的时候。我希望你们也热爱自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工作。如果你总是为了简历上好看些就不断跳槽，做你不喜欢的工作，我认为你的脑子一定是进了水。

我碰到过一个 28 岁的哈佛毕业生，他一直以来都做得不错。我问他，下一步你打算做些什么？他说，可能读个 MBA 吧，然后去个管理咨询的大公司，简历上看着漂亮点。我说，等一下，你才 28 岁，你做了这么多事情，你的简历比我看到过的最好的还要强 10 倍，现在你要再找一个你不喜欢的工作，你不觉得这就好像把你的性生活省下来到晚年的时候再用吗？是时候了，就去做你就要去做的（不能老等着）（这是一个比喻）。但是我想我把我的立场告诉了他。你们走出去，都应该选择那些你热爱的工作，而不是让你的简历看上去风光。

当然，你的爱好可能会有变化。对那些你热爱的工作，每天早上你是蹦着起床的。当我走出校园的时候，我恨不得马上就给格雷厄姆干活——但是我不可能为他白干活——于是他说我要的工资太高了（所以他没有要我）。但我总是不停地‘骚扰’他，同时我自己也卖了 3 年的证券，期间从不间断地给他写信，聊我的想法，最终他要了我，我在他那儿工作了几年。那几年是非常有益的经验。我总是做我热爱的工作。抛开其他因素，如果你单纯的高兴做一项工作，那么那就是你应该做的工作。你会学到很多东西，工作起来也会觉得有无穷的乐趣。可能你将来会变，但是（做你热爱的工作），你会从工作中得到很多很多。起薪的多寡无足轻重。

不知怎么，扯得远了些。总之，如果你认为得到两个 X 比得到一个让你更开心，你可能就要犯错了。重要的是发现生活的真谛，做你喜欢做的。如果你认为得到 10 个 X 或 20 个 X 是你一切生活的答案，那么你就会去借钱，做些短视以及不可理喻的事情。多年以后，不可避免地，你会为你的所作所为而后悔。”

——1998 年巴菲特在佛罗里达大学商学院的演讲

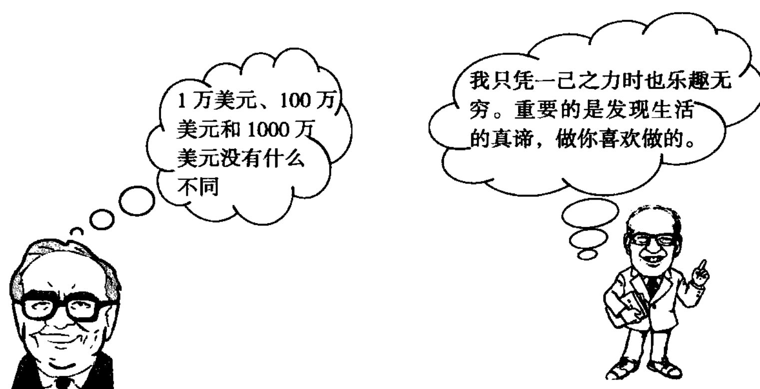


图 9–1　钱的魅力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、用自信与激情来驾驭人生



我一直坚信我会成为有钱人，对于这一点，我从未动摇过。我无法忍受一生之中有什么东西是我想要却无法拥有的。

“我并不以我赚的钱来衡量我的人生价值。其他人可能会这么做，但我肯定不会。从某种程度上讲，钱有时会让你的生活变得更有乐趣，但它无法改变人们对你的爱或你的健康状况。钱能使人摆脱窘境，但你无法用它买到真爱。成功就是能拥有你所爱的人对你的爱。

我从不缺乏自信，也从不气馁。我一直坚信我会成为有钱人，对于这一点，我从未动摇过。我无法忍受一生之中有什么东西是我想要却无法拥有的。

证券投资吸引我的地方之一，就在于能以自己的方式生活，而不必穿得像个成功人士。我不会试图越过 7 米高的横杆，我会环顾四周，寻找一根 1 米高的横杆，因为我知道这个高度是我能越过的。

正如韦恩·格雷茨基所说的那样，要冲向冰球将要到达的位置，而不是它当前所处的位置。要想迅速游完 100 米的话，最好是顺着大浪游，这比仅靠你自己的努力要轻松得多。

如果我们乘坐列车从纽约前往芝加哥，我们绝不会中途在奥尔托纳下车。

我总觉得研究公司失败要比研究公司成功能让我学到更多东西。商学院通常研究公司的成功，但我的合伙人查理·芒格却说他希望知道哪里是自己的死穴，这样他就不会犯下致命错误。”

——1980 年巴菲特语录

“我要建立一家合伙公司，通过这家公司，用自己和你们的钱进行证券投资。我保证你们能获得 5%的回报，扣除给你们的回报后，我将获得剩余利润的 20%。我会交出令你们满意的成绩单，但我希望能有足够的自由和隐私。例如，当我离开办公室去参加高尔夫培训时，并不希望你们一直跟着我，盯着我如何练习高尔夫球。”

——1990 年《财富·投资者指引·这些是新的巴菲特们吗?》

“我们必须要有激情。我们所做的事情是因为我们喜欢，而不是为了致富。当然，事情做好了，可能会变富。但是，并不是因为某些诱惑而做事。我认为，激情极为重要。”

——2009 年巴菲特接受某媒体采访时说的话

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

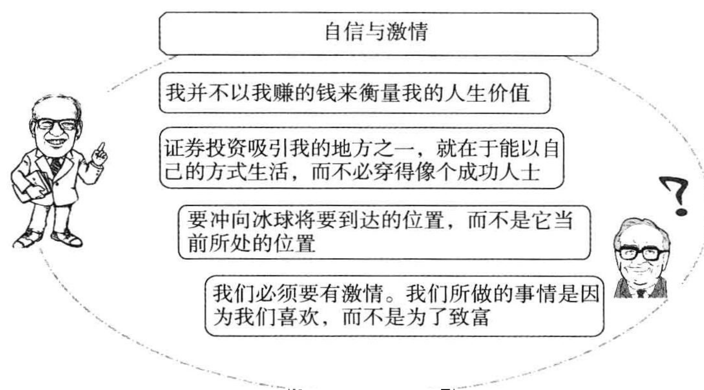


图 9–2 用自信与激情驾驭人生

三、赚钱是一种快乐的游戏



凡是对庄家有利的一定对散户不利，而过热的股市跟赌场没有两样。

“股票市场上讽刺的一点，是太过于重视变动性，经纪商称为流动性与变现性。对那些高周转率的公司大加赞扬（那些无法让你口袋满满的人，一定会让你的耳朵不得闲），但投资人必须有所认知，那就是凡是对庄家有利的一定对赌客不利，而过热的股市跟赌场没有两样。

假设一家公司的股东权益报酬率为 12%，而其股票年周转率为 100%，又若买卖股票须抽出 1%的手续费（低价股的费率可能还更高），而公司股票以账面净值进行交易，这样算下来光是每年股权移转的交易成本便占去净值的 2%，且对公司的获利一点帮助都没有（这还不包括选择权交易，后者将会使这项摩擦成本更上一层楼）。玩这种大风吹的游戏实在是有点划不来，若是政府突然宣布调高企业或个人所得税 16%时，相信大家一定都会跳起来，但过度重视变动性的结果便是要付出这样的代价。

过去在每天交易量约 1 亿股的年代（以今日的水准算是相当低的了），对所有权人来说是绝对是祸不是福，因为那代表大家要付出两倍于 5000 万股交易量的成本。又假设每买卖一股的交易成本为 15 分钱，则一年累积下来约要花费 75 亿美元的代价，这相当于埃克森石油、通用动力、通用汽车与太古石油这四家全美最大企业的年度盈余加总。这些公司以 1982 年底计有 750 亿美元净值，约占《财富》杂志五百大企业净值与获利的 12%。换句话说，投资人只因为手痒而将手中股票换来换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去的代价，等于是耗去这些大企业辛苦一年的所得，若再加计约 20 亿投资管理费的话，更相当于全美前五大金融机构（花旗、美国银行、大通银行、汉华银行与摩根银行）获利的总和。

这昂贵的游戏只是用来决定谁能吃这块饼，但没有一点办法让饼变得更大（我知道有一种论点说这过程能使资金作更有效的配置，但我们却怀疑其可信度。相反，过热的股市反而妨碍资金合理的配置，反而使饼变得更小）。亚当·史密斯说：自由市场中有一只‘看不见的大手’，能导引经济社会使其利益极大化。我们的看法是——赌场般的股市与神经质的投资行为仿佛是一只看不见的大脚，碍手碍脚地拖累了经济社会向前发展。”

——1983 年巴菲特致股东的信

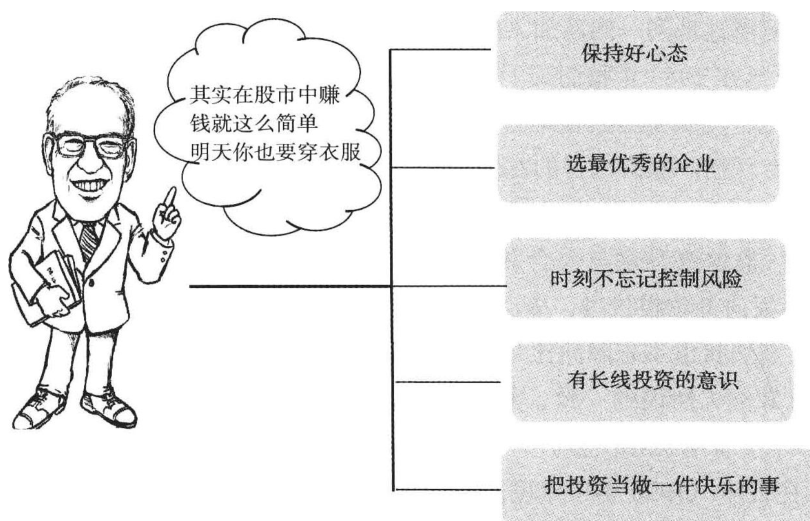


图 9–3　如何赚钱

四、只做有把握的事



若是你没有把握能够比“市场先生”更清楚地衡量企业的价值，你最好不要跟他玩这样的游戏。

“就像灰姑娘参加的化装舞会一样，你务必注意午夜前的钟响，否则马车将会变回南瓜。‘市场先生’是来给你服务的，千万不要受他的诱惑反而被他所导引，你要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用的是他饱饱的口袋，而不是草包般的脑袋。如果他有一天突然傻傻地出现在你面前，你可以选择视而不见或好好地加以利用，但是，要是你占不到他的便宜反而被他愚蠢的想法所吸引，则你的下场可能会很凄惨。事实上，若是你没有把握能够比'市场先生'更清楚地衡量企业的价值，你最好不要跟他玩这样的游戏，就像是打牌一样，若是你没有办法在30分钟内看出谁是'肉脚'，那么那个'肉脚'很可能就是你！

格雷厄姆的市场先生理论在现今的投资世界内或许显得有些过时，尤其是在那些大谈市场效率理论、动态避险与贝塔值的专家学者眼中更是如此。他们会对那些深奥的课题感兴趣是可以理解的，因为这对于渴望投资建议的追求者来说，是相当具有吸引力的。"

——1987年巴菲特致股东的信

"星辰家具的交易有个相当有趣的故事。每当我们涉足一个原本我们不熟悉的产业，我都会习惯性地问一问新加入的合作伙伴，'除了你们以外，还有没有像你们一样的企业？'早在1983年我们买下内布拉斯加家具店时，我就问过B夫人家族这个问题，当时她告诉我全美其他地方还有三家不错的家具零售商可以考虑，不过很可惜在当时没有任何一家有出售的意愿。

多年后，B夫人家族的埃文得知当初获得推荐的三家公司之一——R.C.威利家具总裁比尔·柴尔德有意与人合并，我们立刻把握良机促成交易。这项交易也在1995年的年报向各位报告过，事后我们也很满意这次的结合，比尔是再理想不过的合作伙伴，当然我也不忘问问比尔相同的问题，请他推荐其他杰出的同业，结果得到的答案与B夫人所说的一致，其中一家就是位于休斯顿的星辰家具，只是随着时光的流逝没有一家有意愿出售。

而就在去年（1996年）年度股东会的前一个星期四，所罗门公司的董事长丹汉告诉我，星辰家具的大股东兼总裁梅尔文·沃尔夫有意愿跟我谈谈。于是在我们的邀约下，梅尔文光临奥马哈与我们会谈，进一步确认对于伯克希尔的正面观感，而在此同时我也看了星辰家具的财务报表，一切正如我所预期。"

——1997年巴菲特致股东的信

"我们的购并行动发生的形态一向很类似。在别的公司，高阶主管通常亲自与投资银行家一起寻求可能的购并机会，所运用的拍卖程序相当制式化。在此过程中，银行业者准备的账册让我想到童年时代读到的'超人'漫画，只不过在华尔街版中，换成了一家本来平淡无奇的公司，进入了银行业者特地准备的电话亭后，摇身一变成了一跃升天、盈余成长飞快的'超人'。而抵挡不住卖方账册所叙述的神力，购并案饥渴成痴的买方，就像是具有冷艳外表的露易丝，立刻融化在其膝下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而在这其中最有趣的是，这些资料所显示未来几年的盈余预测都相当明确。不过要是你问问编造这些报表的银行业者，他们自己银行下个月的盈余预估，他会马上露出警戒的神色告诉你，产业与市场的状况是如何变化多端，以至于他无法妄下定论。”

——1999 年巴菲特致股东的信

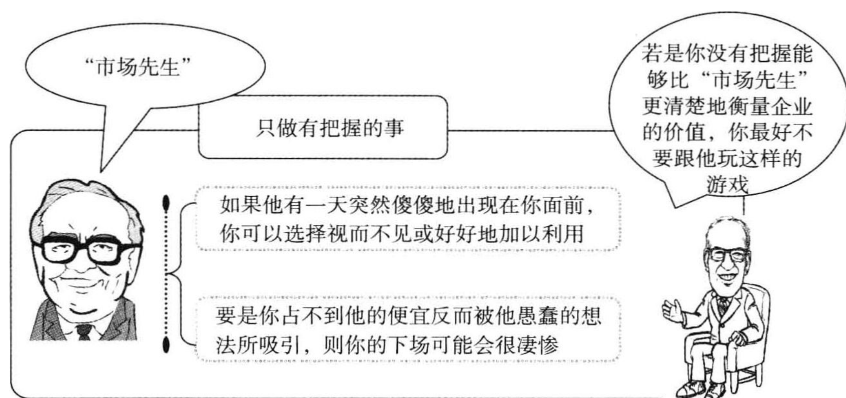


图 9–4 做有把握的事

五、先画准靶心再射箭



如果我们想要命中“靶心”，那么我们绝对需要有能以合理价格买到好的公司与股份的市场。

“长期而言，如果我们的实质价值想要以每年 15%的幅度来成长的话，那么透视盈余每年也必须增加以这个幅度来成长。去年我曾经提到，到公元 2000 年为止，伯克希尔若要以 15%的目标，透视盈余必须成长到 18 亿美元，而由于 1993 年我们又发行了一些新股，所以现在的门槛提高到 18.5 亿美元。

这是一个高难度的目标，不过也希望大家能够继续支持我们，在过去我们常常批评有些管理阶层总是先把箭射出去后再画上准心，不管这箭射得有多歪，因此关于这点我们宁愿先标出准心，然后再瞄准目标射箭。

如果我们想要命中‘靶心’，那么我们绝对需要有能以合理价格买到好的公司与股份的市场。不过对我们来说，现在市场上的情况并不理想，当然这种情况随时都有可能会改变。在此同时，我们也会尽量避免手上闲钱太多而去做那些浪费工夫的蠢事，若方向不对，再怎么努力冲刺也是白费力气。”

——1993 年巴菲特致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们评估管理层业绩的标准刊登在首页。查理和我一开始就认为，衡量我们完成和未完成的工作要有一个理性和坚定的标准。这令我们避免受到着眼业绩并以此为目标的诱惑。

将标准普尔 500 指数作为我们的标杆是一个容易的选择，因为我们的股东持有某一指数基金，几乎不费什么代价就能赶上它的业绩。那么，他们有什么理由为我们仅仅创造同样绩效而掏钱?

对于我们而言，难度更大的决定是如何衡量伯克希尔相比标准普尔 500 指数的进步。只用股价变化来衡量也有很好的理由。实际上，在一段较长时间内股价是最好的考验。不过，每一年的市场价格可能会极其不稳定，即使涵盖时间长达 10 年的评估，也会被衡量期的首尾时间愚蠢的高或低价极大扭曲。微软的史蒂夫·鲍尔默和通用电气的杰夫·伊默尔特对此就有体会，他们在执掌这些企业时，都遭遇股价变动到令人流鼻血的地步。

衡量我们每年进步的理想标准或许是伯克希尔股票每股内在价值的变动，奈何这一价值的计算方法难以与精确搭边，所以我们运用了一个粗略的替代标准——每股的账面价值。依靠这一标准有其自身的缺点，我们在 92 页和 93 页对此进行了讨论。此外，大多数企业股票的账面价值都低估了内在价值，在伯克希尔当然也是如此。总的说来，我们业务的价值要比其账面价值高得多，而且在我们十分重要的保险业务中差额庞大。即使如此，查理和我认为，我们的账面价值（虽然被低估），是追踪内在价值变动的最得力工具。运用这种衡量标准，正如本封信开篇一段所言，自 1965 财年以来，伯克希尔账面价值每年的复合增长率达 20.3%。

我们应该注意到，如果选用市场价格作为我们的衡量标准，伯克希尔的业绩看起来会更好，自 1965 财年年初以来的年复合增长率达到 22%。令人惊讶的是，由于这一温和的年复合增长率差额，45 年以来，市场价值的年增长率达到 801516%，而账面价值的增长率为 434057%。我们的市场增长率更高，这是因为在 1965 年，伯克希尔股票以营收不佳的纺织资产账面价值一个合适的折扣出售，而如今伯克希尔股票一般以其一流业务的账面价值溢价出售。”

——2009 年巴菲特致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

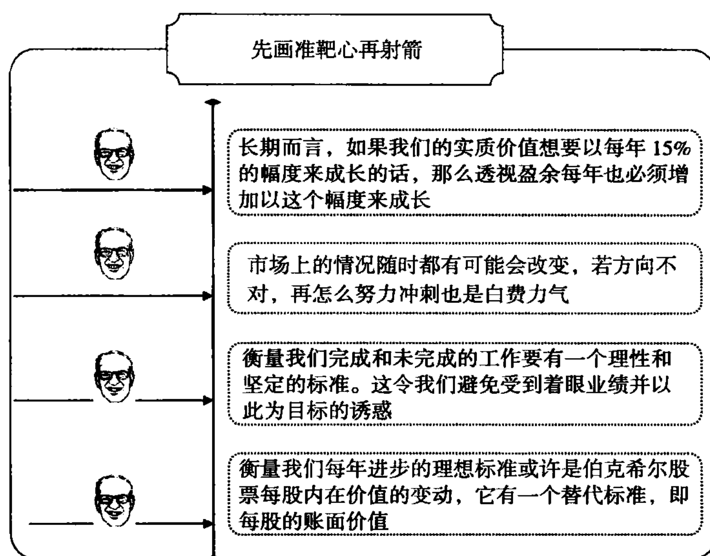


图 9-5　先画准靶心再射箭

六、赚钱让生活更有乐趣



赚钱非常有趣，就好像参与一个擅长的游戏，这样能保证腿脚灵活，耳聪目明。

“赚钱非常有趣，就好像参与一个擅长的游戏，这样能保证腿脚灵活，耳聪目明。尽管这个游戏对我来说并不需要手眼的精密配合，像很多其他的工作那样，但是我想象不出更有趣的游戏了。当然，知道这些钱能帮助那些需要的人也是很不错的感觉。我经常收到人们的来信，不仅是感谢我的捐款，他们还在信里详细告诉我因为这些捐款，他们的生活如何被彻底改变。当想到可能有数百万人因为捐款而免于患上疟疾，或者站在小一点的角度，某个人的私人问题因为我的捐款而解决了，这都是非常美妙的感觉。”

——巴菲特接受福克斯电视新闻网采访

“对于伯克希尔和其他美国股票投资人来说，过去这些年来大把赚钱简直是轻而易举的。一个真正称得上长期的例子是，从 1899 年 12 月 31 日到 1999 年 12 月 31 日的 100 年间，道琼斯指数从 66 点上涨到 11497 点（猜一猜需要多大的年增长率才能形成这一结果？在这一部分的结尾，你会看到一个吃惊的答案）。如此巨大的升幅只有一个十分简单的原因：20 世纪美国企业经营得非常出色，投资人借企业繁荣的东风赚得盆满钵满。目前美国企业经营继续良好，但如今的投资人由于受到了一系列的伤害，在相当大的程度上减少了他们本来能从投资中实现的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要解释这一切是怎么回事，我们得从一个最基本的事实开始：除了一些无足轻重的情况外（比如企业破产时企业的损失由债权人负担），在大多数情况下，所有者们从现在开始到‘世界末日’期间所能获得的收益与他们所拥有的公司总体而言的收益相等。当然，通过聪明地买入和卖出，投资者A能够比投资者B获得更多的收益，但总体而言，A赚的正好相当于B赔的，总的收益还是那么多。当股市上涨时，所有的投资者都会感觉更有钱了，但一个股东要退出，前提必须是有新的股东加入接替他的位置。如果一个投资者高价卖出，另一个投资者必须高价买入。所有的股东作为一个整体而言，如果没有从天而降的金钱暴雨神话发生的话，根本不可能从公司那里得到比公司所创造的收益更多的财富。”

——2005年巴菲特致股东的信

“查理和我对我们的公用事业生意同样乐观，去年已经有了赢利记录，而且未来前景可观。戴夫·索科尔和格雷格·艾贝尔，我们的两个管理人员，已经取得了在公用事业行业从未有过的成绩。每当他们拿到新项目我都会欢喜雀跃。在这个资本密集的行业，每个项目投资都会很大。这是让伯克希尔有机会把大量资金投入并有不错回报的行业。

去年我们在资本分置上做得也不错。伯克希尔总是同时购买生意和安定，我们又想赚钱又想低风险。市场的混乱让我们在收购时顺风顺水。投资时，市场的悲观是你的朋友，乐观则是敌人。”

——2008年巴菲特致股东的信



图9-6 2008年全球富豪排行榜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

七、麻烦的捐赠："施"比"受"更快乐



每一位捐赠者都希望能拥有且能自由掌控其所欲捐赠金钱的去向。

"我们让使得所有股东皆能指定其个别捐赠单位的新计划受到广大回响，在932206张有效股份中（即在本公司股份是由本人登记者），有95.6%回复；而在即使不包含本人股份的情况下，也有超过90%的成绩。此外有3%的股东主动写信来支持本计划，而股东参与的热烈并提供的意见，也是我们前所未见。这种自动自发的态度说明了本计划成功与否，也可看出伯克希尔股东的天性。

很明显，他们不但希望能拥有且能自由掌控其所欲捐赠金钱的去向，教授父权式的管理学院可能会惊讶地发现，没有一位股东表示希望由伯克希尔的经营阶层来帮他们做决定，或是按照董监事捐赠比例行事（这是目前一般美国大企业普遍的做法）。除了由伯克希尔及其子公司经营阶层决定的捐献外，总计1783655美元的股东指定捐赠款共分配给675个慈善机关团体。

往后几年伯克希尔将会因这项捐款计划获得些许的税负抵减。而每年10月10日以前，我们将会通知股东每股可捐赠的金额，你有3个礼拜的时间可以做决定，为避免丧失资格，股份须确实由你本人名义登记。对于去年这项计划我们唯一感到遗憾的是，有些股东虽然不是因为本身的错误而无法参加，由于税务单位的解释令于10月初才下来，并规定股份若由代理人或经纪人名义登记者不适用，由于时间紧迫，再加上联络前述股东仍须通过其代理人，使得部分股东没能参加，在此我们强烈呼吁那些股票经纪人尽快通知其客户，以免股东的权利被剥夺。

其中有家证券经纪商代表60位股东（约占4%强股权）很明显地在接到邮件3个礼拜后，才将之转到客户的手上。讽刺的是，该公司并非所有部门皆如此懒散，转寄邮件的账单在6天内就送到伯克希尔公司。我们之所以告诉大家这件事有两个理由：若你希望参加这项股东指定捐赠计划的话，请务必将你的股份在9月底以前改登记在自己的名下；就算你不想参加，最好还是至少将一股登记在自己的名下，如此才能确保你与其他股东一样在第一时间知道有关公司的重大消息。

最后，包含这项股东指定捐赠计划在内的许多很好的想法，都是由伯克希尔公司的副董事长兼蓝筹印花的董事长查理·明杰所构思。不管职称为何，查理跟我皆以执行合伙人的心态管理所有事业，而各位股东就像是我们一般的合伙人一样。"

——1981年巴菲特致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

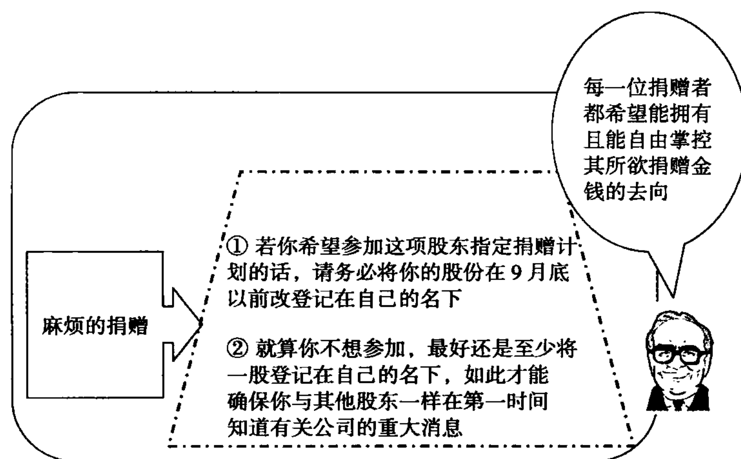


图 9-7　麻烦的捐赠

八、赠人玫瑰，手有余香——用财富分享爱和关怀



虽然在买下公司之前，部分公司就存在有员工指定的捐赠计划，但我们仍支持他们继续维持下去，干扰经营良好公司的运作，并不是我们的作风。

“关于慈善捐赠，伯克希尔所采取的做法与其他企业有显著的不同，但这却是查理和我认为对股东们最公平且合理的做法。'

我们让旗下个别的子公司依其个别状况决定各自的捐赠，只要求先前经营该企业的老板与经理人在捐赠给私人的基金会时，必须改用私人的钱，而非公款。当他们运用公司的资金进行捐赠时，我们则相信他们这么做，可以为所经营的事业增加有形或无形的收益，总计去年，伯克希尔的子公司捐赠金额高达 1920 万美元。

至于在母公司方面，除非股东指定，否则我们不进行任何其他形式的捐赠。我们不会依照董事或任何其他员工的意愿进行捐赠，同时我们也不会特别独厚巴菲特家族或曼格家族相关的基金会。虽然在买下公司之前，部分公司就存在有员工指定的捐赠计划，但我们仍支持他们继续维持下去，干扰经营良好公司的运作，并不是我们的作风。

为了落实股东们的捐赠意愿，每年我们都会通知 A 股股东的合法登记人（A 股约占伯克希尔所有资本的 86.6%），他们可以指定捐赠的每股金额，至多可分给三家指定慈善机构，由股东指名慈善机构，伯克希尔则负责开支票，只要国税局认可的慈善机构都可以捐赠。2000 年在 5700 位股东的指示下，伯克希尔捐出了 1670 万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元给 3550 家慈善机构，自从这项计划推出之后，累计捐赠的金额高达 1.81 亿美元。

大部分的上市公司都回避对宗教团体的捐赠，但这却是我们股东们最偏爱的慈善团体。总计 2000 年有 437 家教会及犹太教堂名列受捐赠名单，此外还有 790 间学校，至于包含查理和我本人在内的一些大股东，则指定个人的基金会作为捐赠的对象，从而通过各自的基金会做进一步的分配运用。

每个星期，我都会收到一些批评伯克希尔捐赠支持计划生育的信件，这些信件常常是由一个希望伯克希尔受到抵制的单位所策划推动，这些信件的措词往往相当诚挚有礼，但他们却忘了最重要的一件事，那就是做出此项捐赠决定的并非伯克希尔本身，而是其背后的股东，而这些股东的意见可想而知本身就非常的分歧。举例来说，关于堕胎这个问题，股东群中支持与反对的比例与美国一般民众的看法比例相当，我们必须遵从他们的指示，不论他们决定捐给计划生育或者是生命之光，只要这些机构符合税法的规定，这就等于是我们支付股利，然后由股东自行捐赠出去一样，只是这样的形式在税负上比较有利。

不论是在采购物品或是聘用人员方面，我们完全不会有宗教上、性别上、种族上或性向上的考量，那样的想法不但错误，而且无聊。我们需要人才，而在我们能干又值得信赖的经理人、员工与供货商当中，充满了各式各样的人士。

想要参加这项计划者，必须拥有 A 级普通股，同时确定您的股份是登记在自己名下，而非登记股票经纪人或保管银行的名下，同时必须在 2002 年 8 月 31 日之前完成登记，才有权利参与 2002 年的捐赠计划。当你收到表格后，请立即填写后寄回，逾期恕不受理。”

——2001 年巴菲特致股东的信

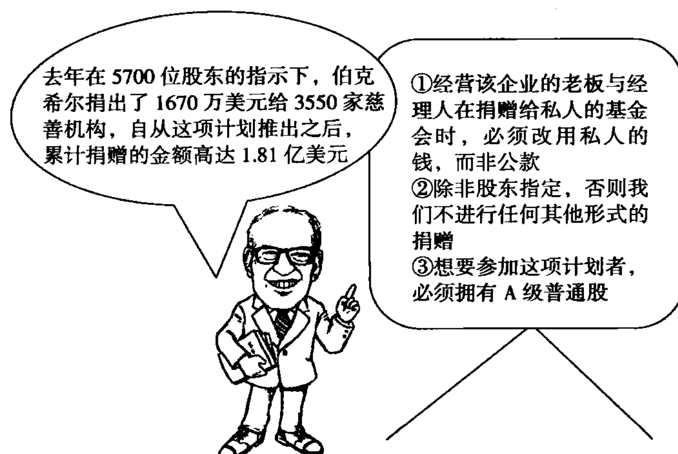


图 9-8　伯克希尔的捐赠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九、真正慷慨的富豪：学会散财是人生的一大智慧



犹他州的捐款比率在全美国是最高的，因为有摩门教，但这并不是因为摩门教徒更加有钱，而是因为他们的信仰支持捐款行为，于是他们贯彻信念。

“在美国，如果深入统计数据，你会发现国民生产总值的2%都进入了慈善领域，而中产阶级的捐款相对他们的收入其实比富豪更加慷慨。犹他州的捐款比率在全美国是最高的，因为有摩门教，但这并不是因为摩门教徒更加有钱，而是因为他们的信仰支持捐款行为，于是他们贯彻信念。

另外在美国，对教堂捐款占所有慈善捐款中很大部分比例，在这方面我没有具体统计，但是我相信教堂获得的捐款中绝大部分来自中产阶级。在大众关注和受益的领域，例如医学研究的投入上，中产阶级的捐款所占比重最大。总体而言美国人是非常慷慨的，如果按照收入衡量，在全球富豪榜前400名的人恰恰是最不慷慨的。”

——巴菲特接受福克斯电视新闻网采访

“我非常敬佩比尔美琳达基金会所取得的成就，同时也希望能够实质性地增强其实力。通过这封信，我承诺：在我有生之年，将以比尔美琳达基金会为受益人，每年捐赠伯克希尔B股，这个承诺是不可撤销的，第一年的捐赠将使比尔美琳达基金会的年度受赠金额增加15亿美元。我预计，以后我每年的捐赠数虽不固定，但最终会实质性地增加。

我是这样安排的：我将指定1000万股B股专门用于比尔美琳达基金会的慈善捐赠（目前我只有A股，但不久就会把部分A股转换为B股）。每年7月或你们选定的时间，这些已指定股票中的5%将直接捐给比尔美琳达基金会，或者是捐给一个以比尔美琳达基金会为受益人而持有这些股票的慈善代理机构。具体来说，我将在2006年捐出50万股，2007年捐出47.5万股（2006年捐赠后剩下的950万股的5%），其后每年捐出余下股份的5%。

这个终身承诺有三个条件：首先，你们两位中至少有一位必须在世，并参与比尔美琳达基金会的决策和管理；其次，比尔美琳达基金会（或其代理机构）必须继续符合法定条件，以使我的捐赠用于慈善并免于捐赠税或其他税项；最后，我每年的捐赠必须完全加入比尔美琳达基金会的捐赠支出中，这个支出至少是比尔美琳达基金会净资产的5%。刚开始启动的两年，我预计这一条（第三条）不适用，但从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年开始，比尔美琳达基金会每年的捐赠必须不少于我的捐赠加上比尔美琳达基金会净资产的 5%。不过，如果某年超过了这个数字，超出部分可以移到以后年度以抵消当年捐赠的不足。同样，某一年的捐赠不足也可以在随后的年度内补足。

为了改善千百万个不像我们三个人这样幸运的人们的生活，你们两人在基金会的工作中付出了非凡的智慧、精力和热情，你们已经不分种族、肤色、性别、宗教和地域做到了这一点。我很高兴能为你们从事的慈善事业贡献资源。”

——2006 年巴菲特致盖茨夫妇的信

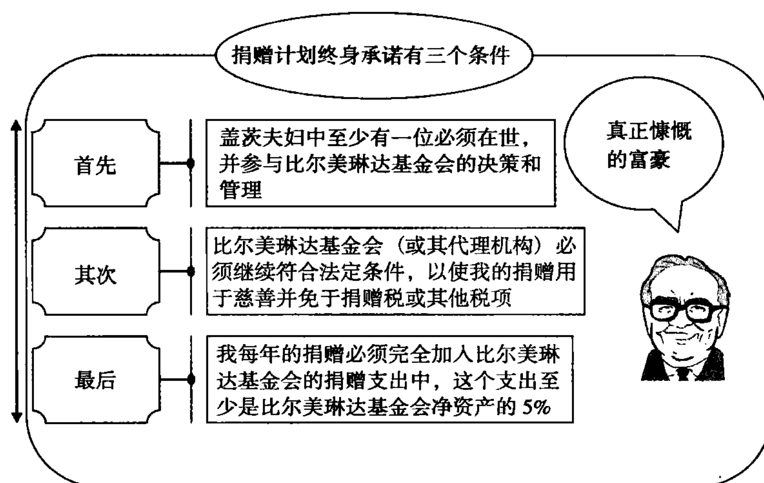


图 9–9 捐赠计划终身承诺的条件

十、最“寒酸”的大富翁：越有钱越要保持节俭的本色



真正优秀的经理不会在早晨一觉醒来后说：“今天我打算削减成本。”就像他不会一觉醒来后决定进行呼吸一样。

“当我读到一些文章说一些公司开展了削减成本计划时，我便知道这些公司并不真正理解什么是成本。因为在这一方面，一时的激情是不会奏效的。真正优秀的经理不会在早晨一觉醒来后说：‘今天我打算削减成本。’就像他不会一觉醒来后决定进行呼吸一样。”

——1988 年财富杂志《沃伦·巴菲特的内心故事》

“随着经济实力的增长，我们雇用员工的人数也同步增加。我们现在拥有 47566 位员工，其中包含 1998 年购并通用再保险后并进来的 7074 人，以及内部增聘的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2500 人，而为了服务新增加的 9500 个人手，我们的总部人员也从原来的 12 人扩编为 12.8 人（0.8 指的不是查理或是我本人，而是我们新请的一位会计人员，一个礼拜工作 4 天）。尽管这是组织泛滥的警讯，但是，我们去年税后总部开支却只有区区的 350 万美元，大概占我们管理总资产的一个基本点（万分之一）还不到。”

——1998 年巴菲特致股东的信

“商品化的企业另一项生存之道就是压低成本。在众多车险业者当中，美国雇用保险无疑荣获桂冠，至于全国保险消费者组织则是另外一种路遥知马力类型，但追求低成本的企业必须努力不懈，彻头彻尾的维持优势，而美国雇用保险正是如此。

一百年前，当汽车首次问世，财产意外险业便是个垄断的行业。几家最主要的公司，大多位于东北部，订立了公订的价位，且完全不二价，没有人会杀价竞争，保险业者所竞逐的是强势的中介商，此举造成高佣金与高费率。

1922 年州农保险由伊利诺伊州梅尔纳的农夫乔治·米彻尔所创立，目标锁定在打破业界掮客所树立的高价保护伞。州农雇用专属中介人员，这套系统让州农取得保单的成本远低于一般保险同业，其独立业务代表接二连三成功地搞倒其他业者。拜其低成本结构所赐，州农最终拮取 25%的个人业务大饼，含车险及住宅险在内，远远超越昔日强大的竞争对手；而创立于 1931 年的好事达保险也仿效设立类似的行销通路，并一举跃居第二，仅次于州农。资本主义再度发挥神奇的效用，而这种低成本的营运确已势不可当。”

——2004 年巴菲特致股东的信



图 9-10　崇尚节俭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十一、谁是最幸运的人



为了金钱而结成的婚姻，无论在何种条件下，都很荒唐，更何况我已经富有了。我是不会为了金钱而成婚的。

“我认为我自己是罕见的幸运。让我在这里花上 1~2 分钟讲个例子，也许值得我们好好想想。让我们做这样一个假设，在你出生的 24 小时以前，一个先知来到你的身边。他说：‘小家伙，你看上去很不错，我这里有个难题，我要设计一个你将要生活的世界。如果是我设计的话，太难了，不如你自己来设计吧。所以，在 24 小时以内，你要设计出所有那些社交规范、经济规范、管理规范，等等。你会生活在那样一个世界里，你的孩子们会生活在那样一个世界里，孩子们的孩子们会生活在那样一个世界里。’你问先知：‘是由我来设计一切吗？’先知回答说：‘是。’你反问：‘那这里肯定有什么陷阱。’先知说：‘是的，是有一个陷阱。你不知道自己是黑是白，是富是穷，是男是女，体弱多病还是身体强健，聪明还是愚笨……你能做的就是从装着 65 亿球的大篮子里选一个代表你的小球。’

我管这游戏叫子宫里的彩票。这也许是决定你命运的事件，因为这将决定你出生在美国还是阿富汗，有着 130 的智商还是 70，总之，这将决定太多太多的东西。如何设计这个你即将降生到的世界呢？

我认为这是一个思考社会问题的好方法。当你对即将得到的那个球毫不知情时，你会把系统设计得能够提供大量的物品和服务，你会希望人们心态平衡，生活富足，同时系统能源源不绝地产出（物品和服务），这样你的子子孙孙能活得更好。而且对那些不幸选错了球，没有接对线路的人们，这个系统也不会亏待他们。

在这个系统里，我绝对是接对了路，找到了自己的位置。我降生后，人们让我来分配资金。这活本身也并不出彩。假设我们都被扔在了一个荒岛上，谁都走不出来，那么在那个岛上，最有价值的人一定是稻谷收获最多的人。如果我说，我能分配资金，估计不会招什么人待见。

这正是我的感受。一路走来，我是如此幸运。在我出生的时候，出生在美国的比率只有 50：1。我幸运有好的父母，在很多事情上我都得到幸运女神的眷顾……幸运地出生在一个对我报酬如此丰厚的市场经济里，对那些和我一样是好公民的人们，那些领着童子军的人们，周日教书的人们，养育幸福的家庭。它们可能在报酬上未必如我，但也并不需要像我一样呀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我真的非常幸运，所以，我盼着我还能继续幸运下去。如果我幸运的话，那个小球游戏给我带来的只有珍惜，做一些我一生都喜欢做的事情，并和那些我欣赏的人交朋友。我只同那些我欣赏的人做生意。如果同一个令我反胃的人合作能让我赚1亿美元，那么我宁愿不做。这就如同为了金钱而结成的婚姻一般，无论在何种条件下，都很荒唐，更何况我已经富有了。我是不会为了金钱而成婚的。”

——1998年巴菲特在佛罗里达大学商学院的演讲

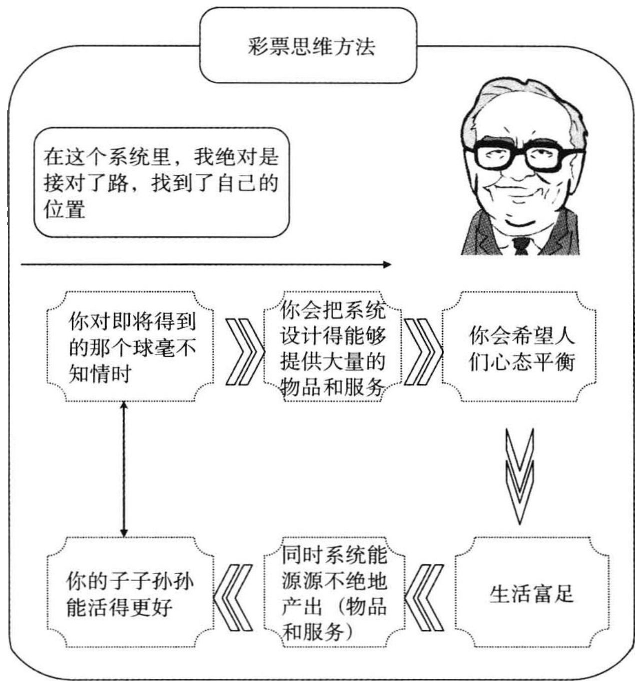


图 9–11 彩票思维方法

十二、无可辩解的投资观



人类身为一种有理性的动物实在是太方便了，只要他想要做的，随时可以找一个理由来解释它。

“去年公司新添购了一架飞机，没错，一架对很少到远处旅行的我们来说，算是相当昂贵且豪华的飞机。这架飞机不仅价值不菲，还要花许多钱在保养上，一架1500万美元的新飞机，每年光是账上的资金成本与折旧提列就要300万美元；比起先前那架85万美元的二手飞机，每年只会产生20万美元的费用，确实有极大的差别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然充分了解其中的差异，不幸的是，你们的主席——我本人，还是对于企业专用飞机发表了许多不当的言论。因此在购买之前，我不得已暂时变身成为伽利略，突然间得到一项反启示，原来旅行可以比过去容易得多了，只是也变得比过去更贵了。到底伯克希尔会不会因为这架飞机而受益，目前尚无定论，但我个人一定会将部分企业的成功因素归之于它（不管别人如何怀疑），我很害怕富兰克林打电话告诉我说：‘没错！人类身为一种有理性的动物实在是太方便了，只要他想要做的，随时可以找一个理由来解释它。’”

——1986 年巴菲特致股东的信

“去年夏天我们把 3 年前以 85 万美元买的公司专机给卖掉，另外又以 670 万美元买了一架二手飞机，大家只要想到先前我提过的细胞复制的数字游戏就会觉得很惊讶。如果我们公司的净值持续以相同速度增长，而更换飞机的成本同样也以每年 100%的速度上升，大家会发现，伯克希尔庞大的净值很快就会被这架飞机给吃光。

查理对于我将飞机比喻成细菌的做法不太高兴，他认为这样岂不污辱了细菌。他个人最理想的旅行方式是坐有空调冷气的巴士，这还是当车票有打折时才有的奢侈做法。对于这架专机，我个人一贯的态度是圣奥古斯丁当初想要脱离世俗的富裕生活出家去当教士一样，在理智与荣耀的中间天人交战，他乞求上天，救救我吧，让我成为一个圣洁的人，不过不是现在！

替这架飞机命名可不是一件简单的事，一开始我建议取名叫做查理芒格号，查理反击说应该叫神经有问题号，最后双方妥协决定称它为‘无可辩解号’。”

——1989 年巴菲特致股东的信

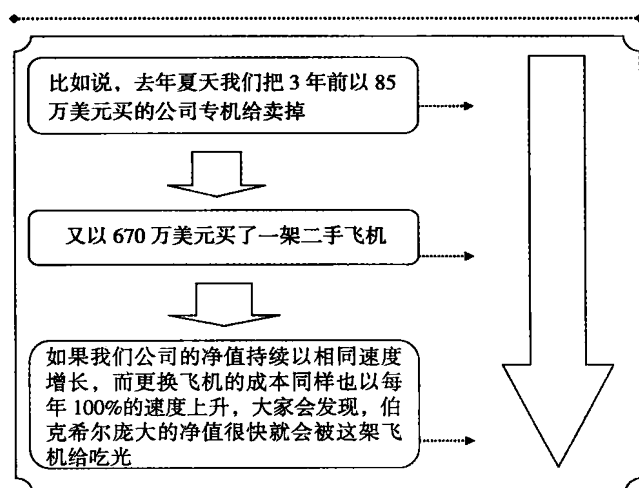


图 9-12　净值增长速度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十三、洋溢着快乐的财富价值



我们相信我们自己的新闻比率，绝对是同样规模甚至更大报纸中最高的。

“华盛顿邮报的发行人凯萨琳·葛兰姆女士在去年决定正式退休。1973 年我们斥资 1000 万美元买进她公司的股份，时至今日，我们每年从该公司取得 700 万美元的股利，而持有股票的市值已超过 4 亿美元。当初在决定买进该公司的股份时，我们便看好该公司的前景，但另外一点同样重要的是，查理跟我都认为凯萨琳将会证明自己是位杰出的经理人，同时能够诚实地对待所有的股东，后面那一点尤其重要，因为该公司股份分成两种，而这种架构常常遭到许多经理人滥用。

而我们做这项投资的正确判断可由许多事件获得证明，凯萨琳杰出的表现使得她获得《财富》杂志编辑群选为商业名人堂，而对于身为股东的我们来说，查理和我早就把她列入伯克希尔的名人堂之中。

另外一位在去年退休的人是可口可乐的唐·基奥，虽然如同他本人所说的，他的退休只维持了 14 个小时。唐是我认识最优秀的人之一，他不但拥有绝佳的商业天分，同时更重要的是使得每个幸运能够与他共事的人发挥其潜能。可口可乐希望其产品能够伴随每个人一生最快乐的时光，而唐这个人却带给周围的人无限的欢乐，每当想起唐时，没有不让人会心一笑的。”

——1993 年巴菲特致股东的信

“去年我曾明确地表示，水牛城日报 1988 年的税前盈余一定会下滑。事实证明要不是有斯坦·利普西，结果可能会如我所预测，与其他同规模的报纸同样的沉沦，很高兴斯坦让我看起来很愚蠢。

虽然我们去年调涨的价格较同业水准略低，同时印刷和工资成本调整的幅度与同业一致，但斯坦还是硬生生让毛利率又扩大了一些。在新闻业没有其他人可以像他这样有更好的经营绩效，且同时还能够让读者得到如此丰富的新闻。我们相信我们自己的新闻比率，绝对是同样规模甚至更大报纸中最高的，1988 年为 49.5%，不管获利状况如何，我们一定会努力将这个比率维持在 50%上下。

查理和我在年轻的时候就很热爱新闻事业，而买下水牛城报纸的 12 年来，让我们度过许多快乐时光，我们很幸运能够找到像默里这样杰出的总编辑，让我们一入主水牛城报纸后，便深深引以为傲。”

——1988 年巴菲特致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

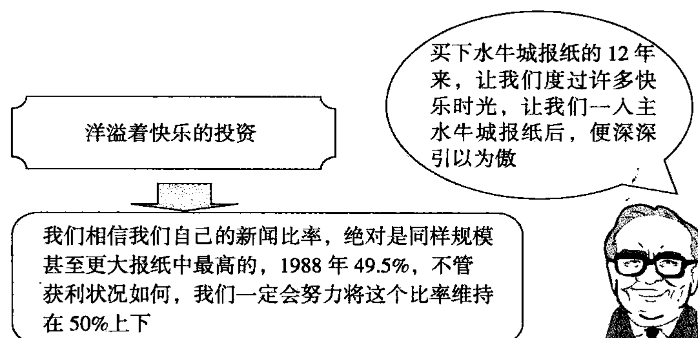


图 9–13　快乐的投资

十四、投资成就本就是骄人成就



有些经理人本身大多已经很有钱了，根本就不需要靠伯克希尔这份薪水过活，他们不为名，也不为利，纯粹是冲着那份成就感。

“当然只要我们投资的子公司以及股票具有远景，我们绝对能够因此受益。同时也要感谢旗下这群有着卓越能力与专注力的经营管理团队。大家要知道，这些经理人本身大多已经很有钱了，根本就不需要靠伯克希尔这份薪水过活，他们不为名，也不为利，纯粹是冲着那份成就感。”

——1997 年巴菲特致股东的信

“我只能说我自己不会这么做。我可以告诉周围的人如何赚钱，如何经营公司，却不能指使他们如何花钱，那是他们自己的事。很多人说我现在走上错误的道路，但是我如果按照他们的想法去做，早在我只有 200 万美元的时候，我就已经把所有钱都花光了，世界也不可能从我这里得到更多的钱。在如何花钱、如何支配财富方面，我从来不听取别人的意见，这也正是我不会在这个话题上对别人说三道四的原因。

在这方面父亲对我的影响很大。很多人批评我说应该在更早的时候就捐款，但是我自己知道应该做什么，要如何做，因此不会受到困扰。对于伯克希尔公司所取得的业绩我从来都不谦虚，但是对于我的名字是否出现在捐款名册上或者某个纪念碑上，我认为毫无意义。这并不是谦虚或者仁慈的表现，而是从心里我根本就不在乎。经过多年的研究和投资取得骄人财富是一项成就，但是利用这些财富在建筑物上刻上名字或者让别人感激你、赞美你则谈不上是成就，对我来说这些东西毫无意义。”

——1993 年巴菲特接受福克斯电视新闻网采访

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“在过去的年报中，我已不止一次地提醒大家，多数公司的账面价值与其实际的内在价值其实存在有极大的差异（后者才是对股东真正要紧的）。不过以我们公司本身的状况而言，过去十多年来账面价值在某种程度（从保守的角度），却颇能代表本公司实际的价值。意思是说，伯克希尔企业的价值略微超越其账面价值，两者之间的比例一直维持着稳定的差距。

而现在跟各位报告的好消息是，在1986年本公司企业价值增加的幅度应该是超过账面价值增加的幅度，我说‘应该是’是因为企业价值的判断较为弹性。以我们本身的例子来说，两个同样完全了解本公司的人所衡量出的价值，可能会差到10%以上。

本公司去年企业价值成长的原因，主要归功于旗下主要企业经理人杰出的表现，包括巴金斯、迈克·哥德伯格、赫尔德曼斯、查克·哈金斯，斯坦·利普西与拉尔夫·斯切等人。这些企业，除了保险业外，这几年来在没有耗费额外的资金的前提之下，还能稳定的提高公司的获利，这种成就塑造出我们所谓典型的经济价值或商誉。这虽然无法在公司的资产负债表上反映出来，但必须向各位报告，在1986年这种情况极为显著。”

——1986年巴菲特致股东的信

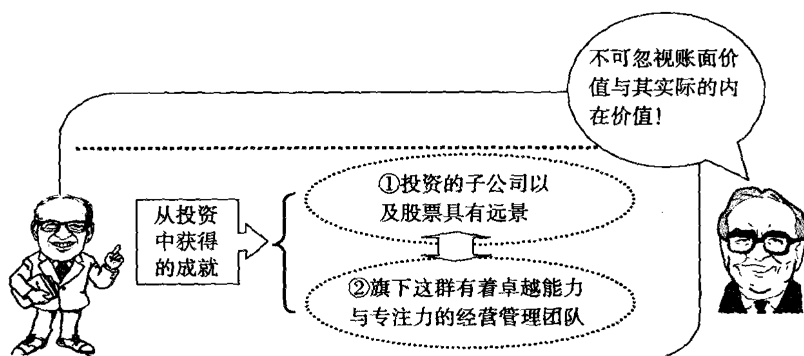


图 9-14　从投资中获得的成就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章

做自己喜欢做的事情

——巴菲特的投资实录

一、投资可口可乐后赢利 70 亿美元


可口可乐公司是巴菲特最成功的投资，比他自己想象的还要成功。

可口可乐公司是巴菲特最成功的投资，比他自己想象的还要成功。他于 1988~1989 年分批买入可口可乐公司股票 2335 万股，投资 10.23 亿美元。1994 年继续增持，总投资达到 12.99 亿美元。2003 年年底，巴菲特持有可口可乐公司的股票市值为 101.50 亿美元，15 年间增长了 681%。

可口可乐公司之所以能给巴菲特带来如此大的利润，是由六方面的因素决定的。

1. 业务简单易懂

可口可乐公司业务非常简单易懂。公司买入原料，制成浓缩液，再销售给装瓶商。由装瓶商把浓缩液与其他成分调配在一起，再将最终制成的可口可乐饮料卖给零售商，包括超市、便利店、自动售货机、酒吧等。美国人均可乐年消费量为 395 瓶，而全球范围内人均可乐消费量只有 64 瓶。这一巨大的差距代表着可口可乐公司在全球饮料市场继续增长的巨大潜力。

2. 著名的品牌优势

在全球最著名的 5 种碳酸饮料中，公司独揽 4 种品牌：可口可乐、雪碧、芬达、Tab。其中，可口可乐已经成为全球最被广泛认同、最受尊重的著名品牌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特称可口可乐为世界上最有价值的品牌。据评估，可口可乐品牌价值400多亿美元。

可口可乐公司1995年年度报告中宣称："如果我们的公司被彻底摧毁，我们马上就可以凭借我们品牌的力量贷款重建整个公司。"

3. 持续竞争优势

可口可乐占了全球软饮料行业一半以上的市场份额。如今可口可乐公司每天向全世界60亿人口出售10亿多罐的可口可乐。可口可乐软饮料是世界上规模最大的产业之一。

4. 出众的利润创造能力

1980年，可口可乐公司的税前利润率不足12%。而且这一比率已连续下降了5年，远低于公司1973年18%的水平。格伊祖塔上任的第一年，税前利润率就上升到13.7%。1988年，巴菲特买进可口可乐公司股票时，公司的税前利润率已上升到创纪录的19%。

5. 无与伦比的行业领导地位

巴菲特1993年在《财富》杂志上把可口可乐公司评价为世界上最好的大公司。巴菲特说："如果你在一生中偶然有了一个关于公司的好想法，你是幸运的。基本上可以说，可口可乐是世界上最好的大公司。它以合理的价格销售，受到普遍的欢迎，其消费量几乎每年在每一个国家中都在不断增长。没有任何其他产品能够像它那样受欢迎。"

6. 超级内在价值

1988年巴菲特首次买入可口可乐股票时，公司股票的市盈率为15倍，股价与每股现金流比率为12倍，分别比市场平均水平高出30%和50%。巴菲特以5倍于股票账面价值的价格买入。

在罗伯特·戈耶兹亚塔的领导下，可口可乐公司的净收益从1979年的3.91亿美元增长到7.86亿美元，比奥斯汀时期增长了1倍。股权投资收益率从1979年的21.4%提高到27.1%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

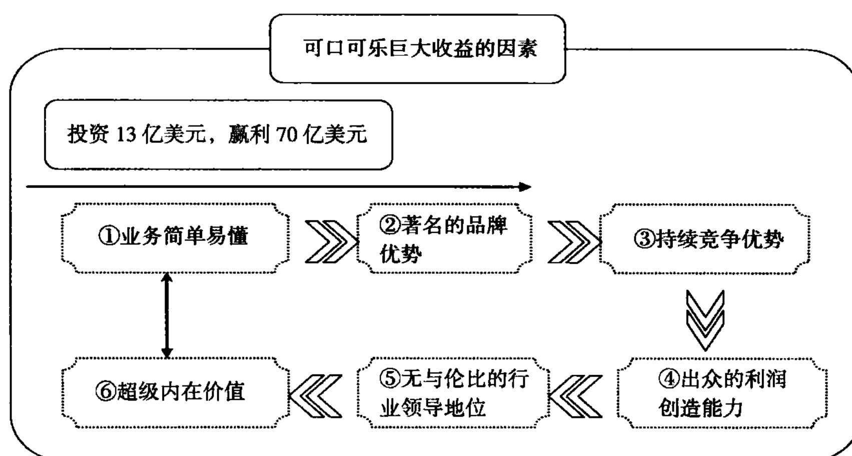


图 10-1 可口可乐巨大收益的因素

二、看中 GEICO 的低成本优势



GEICO 能够成功的最重要因素在于该公司能够将营运成本降到最低的水平，这使它在其他汽车保险公司中鹤立鸡群。

巴菲特在伯克希尔 1986 年的年报中认为 GEICO 是全球最优秀的保险公司。GEICO 能够成功的最重要因素，在于该公司能够将营运成本降到最低的水平，这使得它在其他汽车保险公司中鹤立鸡群。GEICO 的经营记录是全世界保险公司中最好的，甚至比伯克希尔公司的经营记录还要好得多。1986 年 GEICO 公司的承保支出和损失调整支出占保费收入的比例只有 23.5%。许多大型保险公司的综合成本率比 GEICO 要高出 15%，即使是 Allstate 与 StateFarm 等汽车保险直接销售公司的成本也显著高于 GEICO。

在容量巨大的汽车保险市场中，大多数公司由于其销售渠道结构限制了灵活经营，GEICO 却一直以来将自己定位为一个保持低营运成本的公司。GEICO 根据其定位进行经营，不但为客户创造非同寻常的价值，同时也为自己赚取了非同寻常的回报。几十年来 GEICO 一直这样运作，即使 20 世纪 70 年代中期发生了财务危机，也从未损害 GEICO 最关键的产业竞争优势。

GEICO 的问题与 1964 年美国运通所暴发的“色拉油丑闻”事件类似。两者是同一类型的公司，都是暂时性地被一个财政危机搞得跌跌撞撞，而这种财政危机并没有摧毁公司非凡出众的内在竞争力。GEICO 与美国运通本身的状况也类似，都属

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于公司整体上仍然拥有非凡的经济特许权，却在局部有一个完全可以处理掉的问题，但这种状况完全不同于那种真正的咸鱼翻身类公司的状况。

巴菲特于 1980 年完成对 GEICO 投资后，在伯克希尔 1980 年的年报中指出，他之所以在其破产之际大规模投资，是因为他认为尽管公司 20 世纪 70 年代遇到很大的财务危机，但 GEICO 的竞争优势完整无损，并且在新的管理层领导下公司竞争优势能够继续长期持续。

巴菲特在伯克希尔 1995 年投入巨资 23 亿美元收购了 GEICO 其余 49%的股权，他在伯克希尔 1996 年的年报中解释说，他这样做是因为他认为 GEICO 的成本竞争优势可以永远持续下去。

GEICO 持续吸引优秀的保险客户，并且持续提供让客户满意的服务，当然同时必须合理地进行定价和提取准备，但是该公司成功的最关键因素在于能够保持事实上其他竞争者无法相比的最低经营成本。1995 年，托尼和他的管理团队将承保损失与营业费用比率进一步降低到保费收入的 23.6%，比 1994 年又降低了 1 个百分点。

巴菲特曾说："我们预期会有新的竞争者加入直接销售保险市场，GEICO 现在的一些竞争对手也可能将会扩大销售区域。但不管怎样，GEICO 目前所形成的规模经济，肯定会进一步加宽保护公司经济堡垒的低成本竞争优势。GEICO 将尽最大的努力在拥有很高市场占有率的营业区域继续降低成本。随着公司保单增长，同时市场占有率也在不断增长，公司预期成本能够进一步地明显降低。GEICO 的可持续成本优势正是当初在 1951 年吸引我投资该公司的根本原因，尽管当时公司市值大幅下跌到仅有 700 万美元，这也是为什么我认为 1995 年伯克希尔公司应该支付 23 亿美元买下 GEICO 其余 49%的股权。"

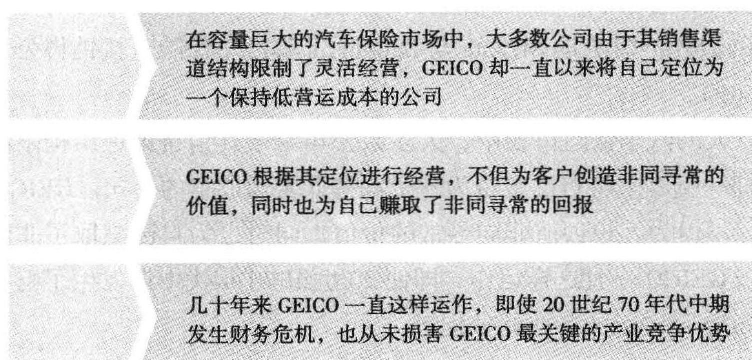


图 10–2 GEICO 的低成本优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、比钢硬 3 倍的刀片



吉列的公司文化及其市场战略都是以其卓越的剃须技术为基础的。

吉列的公司文化及其市场战略都是以其卓越的剃须技术为基础的。在其 100 多年的历史中，吉列开创了许许多多的行业第一：剃须刀架（1946 年）、Trac Ⅱ 双刀剃须刀（1971 年）、Atra 旋转头剃须刀（1977 年）、Sensor 弹簧剃须刀（1990 年）以及“锋速 3”3 刀剃须刀。近几年来，吉列的研发费用基本上是逐年增加：

2001 年为 1.87 亿美元。

2003 年增至 2.02 亿美元。

1977 年，推出了可以旋转的剃须刀。

1989 年，又推出了深受消费者欢迎的感应剃须刀，这种剃须刀附加了一个独立刀片。

1997 年秋，“锋速 3”生产线投产。当时，吉列用胶合板在工厂里建了一堵高大的墙，将“锋速 3”生产线与其他生产线分隔开来。生产“锋速 3”剃刀的工人必须和公司签订一份严格的保密协议。生产设备中最先进的当属一个长 18 米多的数据链路控制真空室。在被送进这个真空室前，刚刚打磨过的刀片在一个清洗间里由穿着浴袍浴帽的工人进行彻底清洁。在真空室里，通过高压溅镀工序，刀片被镀上一层碳原子。从设想的提出，到生产出产品，“锋速 3”用了将近 4 年时间。

2004 年 12 月 16 日，吉列公布了其最新的剃刀——女用 Venus Vibrance 剃刀，定于 2005 年春与另一款剃刀 Venus Disposable 一起正式上市。

大概许多人都想象不到这种简单产品背后却有如此不简单的故事。吉列公司使用世界上最先进的成像、冶金和设计技术来开发最平常无奇的东西——不锈钢剃须刀片。实际上，把平凡的东西做得不平凡，这也正是吉列能够凭剃须刀这种毫不起眼的小玩意历经百年而不倒的秘密之一。

由于吉列不断创新并加强专利权保护，使公司一直处于市场领导地位直到现在。

巴菲特于 1990 年 4 月 1 日将吉列公司可转换优先股转换为普通股后，他在伯克希尔公司 1990 年的年报中再次对吉列的产品大加赞扬：“《福布斯》杂志在封面故事中对吉列公司大加赞扬，文章主题非常简单：这家公司在剃须刀产业的成功，不是由于其超级营销能力（虽然他们一再展示出这方面的能力），而是来自其对于品质的无限追求，这种专注使得吉列持续不断地全力以赴推出更新更好的产品，尽管其现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有产品已经是市场上的经典。”

每年世界上剃须刀片的消费量为200亿~210亿个，其中30%是吉列生产的，但按市场份额计算，吉列在全球刀片销售额中占了60%。吉列在某些国家或地区占有90%的市场份额，如斯堪的纳维亚和墨西哥。在当代人类生活中，一切都在发生变化，剃须刀同样也可以成为一种享受。吉列公司一直在不断创新，努力开发更好的剃须刀，其创新精神还体现在公司的分销能力以及它在消费者心中的地位……“我们知道每天都要剃须，我希望你也是天天如此，每年只要20美元你就可以享受剃须给你带来的舒服体验。现在男人们似乎越来越懒，一旦他们有了这样的体验后，就不会再选择吉列以外的其他品牌了。”

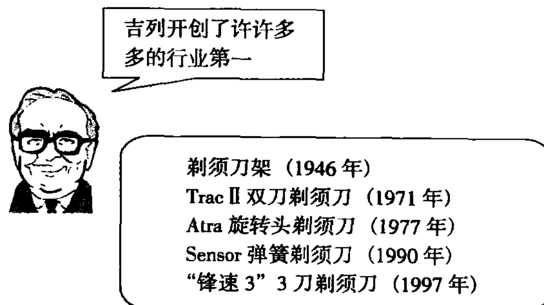


图 10–3　吉列的第一

四、重振运通的哈维·格鲁伯



哈维·格鲁伯清醒地认识到运通公司核心竞争力在于美国运通卡，他经常用“特许权”和“品牌价值”等字眼来形容运通卡的优势地位。

1992年，罗宾逊辞职后由哈维·格鲁伯接任总裁，在此之前，他负责的IDS非常成功。哈维·格鲁伯清醒地认识到运通公司核心竞争力在于美国运通卡，他经常用“特许权”和“品牌价值”等字眼来形容运通卡的优势地位。哈维·格鲁伯决心逐步清理非核心业务，全力恢复并加强运通公司的核心业务旅游及相关服务（TRS）业务的市场占有率与赢利能力。

1992年，哈维·格鲁伯将下属的数据处理部门（IDC）出售。尽管这一业务赢利能力不错，但与公司核心业务及核心客户关系不大。这次出售IDC为运通公司带来了10亿美元的收益。

1993年，哈维·格鲁伯将运通公司下属的波士顿公司以15亿美元转让给梅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隆银行。

不久，又将西尔森—雷曼公司（Shearson-Lehman）一分为二，将原西尔森及其他证券经纪业务出售，然后又在1994年将从事投资银行的雷曼兄弟公司分拆上市。

哈维·格鲁伯一系列大刀阔斧的改革重新让公司回到专业化经营的正轨上。经过重组，清算了运通公司业绩不佳的非核心业务和不良资产，公司集中力量于最核心的业务，专心于向富人阶层提供服务。其中，旅游相关服务包括银行卡、支票、旅游代理仍然是公司的核心产品。管理层的目标是把运通卡变为世界上最受尊敬的服务品牌。公司多次强调美国运通卡的品牌价值，甚至将下属的金融服务公司更名为运通金融服务公司。

哈维·格鲁伯清楚地知道，用户希望从美国运通得到的是信贷安全和特权享受。一旦你购买了美国运通卡，无论你身处世界的任何一个角落，你的权益都将得到保证。多年来，正是这种承诺使美国运通的信用卡和旅行支票业务经久不衰。无论是在国内还是国外，每个用户都能体会到美国运通公司周到、体贴的关怀。据统计，70%的用户在选择信用卡时认为服务质量同价格一样重要。美国运通的用户希望在他们掏出美国运通卡的一刹那就能立即引起饭店接待员的注意：站在你面前的不是一般人物。哈维·格鲁伯已竭力使美国运通的白金卡用户在掏出他们的信用卡之后，立即能得到最热情的服务。

在哈维·格鲁伯的领导下，美国运通公司的主业旅游相关业务得到了显著改善，重组成本与坏账率大幅降低，赢利能力大幅回升。1994年生产成本降低了16亿美元，年营业额高达156亿美元，利润增长了18%，公司的股票也由每股25美元涨至44美元。

1992年	罗宾逊辞职后由哈维·格鲁伯接任总裁，在此之前，他负责的IDS非常成功
1933年	哈维·格鲁伯将运通公司下属的波士顿公司以15亿美元转让给梅隆银行
1994年	从事投资银行的雷曼兄弟公司分拆上市
1995年	生产成本降低了16亿美元，年营业额高达156亿美元，利润增长了18%，公司的股票也由每股25美元涨至44美元

图10-4 运通的成功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、只投资 0.11 亿美元便赢利 16.87 亿美元



华盛顿邮报公司上市六个月后，凯瑟琳·格雷厄姆为公司确立的第一个目标就是要大幅度提高经营利润率。

华盛顿邮报公司上市六个月后，凯瑟琳·格雷厄姆为公司确立的第一个目标就是要大幅度提高经营利润率。电视台和《新闻周刊》两个部门的利润持续上升，然而报纸获利能力的增长却相对缓慢。

格雷厄姆夫人发现报纸赢利能力低的主要原因是生产成本过高，尤其是员工工资太高。华盛顿邮报公司买下 《时代先驱报》之后，公司利润不断增长。在整个 20 世纪 50~60 年代，由于员工工资不断提高，使公司赢利能力不断下滑。

历史上每当工会组织罢工（1949 年、1958 年、1966 年、1968 年、1969 年），管理层都宁愿满足他们的要求，而不愿冒报社倒闭的风险，格雷厄姆夫人决心彻底解决这一问题。

凯瑟琳为了控制成本，采取了一连串降低成本的措施，然而降低员工工资的做法却招来印刷业工会的不满。10 月份时，印刷厂以至广告部门工人决定大罢工，罢工者还火烧华盛顿邮报印刷厂，导致罢工第一天的报纸无法刊印出版，部分工人还袭击报纸采编人员。在罢工最严重的时候，人们常常可以看到记者室、编辑室里杂乱无章。毫无疑问，这对于报界的财务和声誉都是一个沉重的打击。在凯瑟琳的镇定领导下，报社里的记者和编辑没有动摇，继续坚守岗位。然后，凯瑟琳派人自行接洽广告甚至亲自操作印刷机，又用直升机从报馆天台将版样运到邻近州府的印刷厂印刷。四个月后，格雷厄姆夫人宣布公司将雇用非工会会员的印刷工人。经过长达 5 个月的谈判，工潮终于化解，华盛顿邮报安然渡过难关。

华盛顿邮报公司在整个 20 世纪 60 年代其税前经营利润率平均为 15%，进入 70 年代后由于工资过高、罢工等原因不断下降。1973 年，公司的税前经营利润率仅为 10.8%。由于格雷厄姆夫人采取了一连串降低成本的措施，并和工会合同谈判成功，使公司赢利状况明显改观。1978 年，公司税前经营利润率已上升至 19.3%，五年半增长了 80%。

巴菲特进入董事会后，在他的协助下，格雷厄姆进一步降低成本，同时逐渐提高报纸零售价格。几十年来，《华盛顿邮报》一直在同《星报》的竞争中努力前进。《华盛顿邮报》通过收购《国际先驱论坛报》，发行规模大大增加。1981 年《星报》在激

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烈竞争下被迫停刊，这使得《华盛顿邮报》实际上成为美国首都华盛顿的唯一一家处于垄断地位的报纸，日平均发行量为 76 万份，零售价格从 1981 年最初的 25 美分增加到 2001 年的 35 美分。从 1973 年开始，公司广告收入每年增长 8%，发行收入每年增长 10%，营业利润每年增长 12%。

1988 年，华盛顿邮报公司的税前经营利润率高达 31.8%，几乎是报业平均水平的 2 倍，而标准普尔工业指数平均水平只有 8.6%。虽然公司经营利润率在 20 世纪 90 年代初有所下降，但是仍然远远高于标准普尔工业指数平均水平。

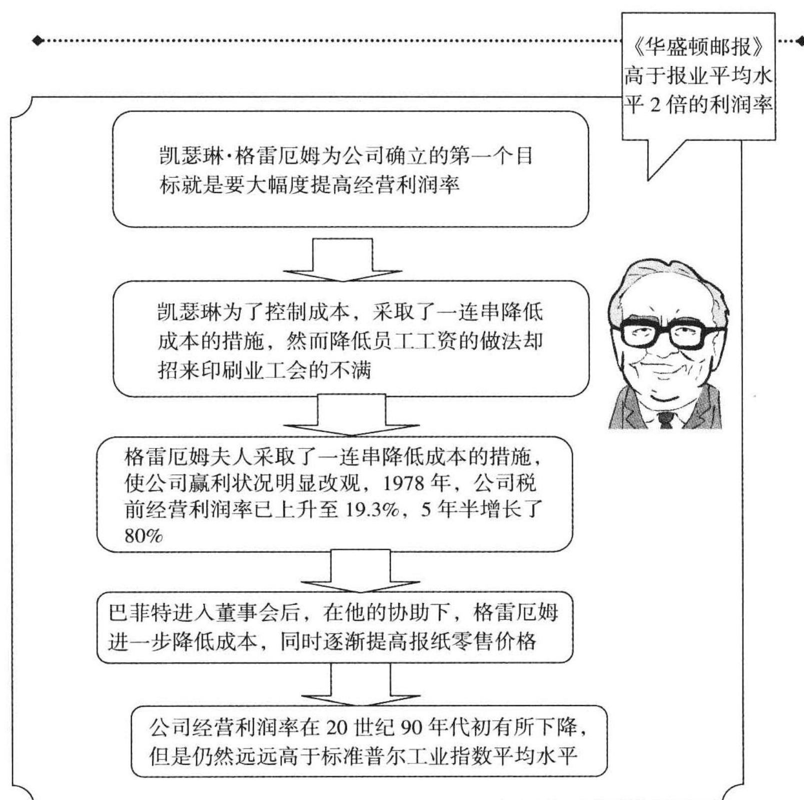


图 10–5 《华盛顿邮报》的发展

六、从四轮马车起家的百年银行



公司的标志是一辆四轮马车，永远象征着可靠与成功。

富国银行是美国五大银行之一，最初成立于 1852 年，由亨利·威尔斯和威廉姆·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法高二人创立，主要在加州从事速递服务和银行业务，运送方式是使用四轮马车或通过铁路，运送对象包括旅客、信件、金银和货币。公司的标志是一辆四轮马车，永远象征着可靠与成功。1905 年公司将速递业务与银行业务分离，富国银行则专门从事银行业务。

1998 年 6 月 8 日富国银行与西北公司达成合并协议，合并后仍称为富国银行。合并后富国银行的业务范围包括社区银行、投资和保险、抵押贷款、专门借款、公司贷款、个人贷款和房地产贷款等。富国银行存款的市场份额在美国的 17 个州都名列前茅，是美国第一的抵押贷款发放者、第一的小企业贷款发放者，拥有全美第一的网上银行服务体系。

目前富国银行位居美国银行第五名，拥有 11.7 万名员工，资产规模超过 2500 亿美元，分支机构达到 5900 家，服务客户超过 1900 万，业务范围遍及加利福尼亚州等 22 个州，是加州第二大银行，仅次于合并后的美洲银行，在房地产信贷业务方面则位居首位。

在巴菲特的投资生涯中，他很看重对银行的投资。1969 年，伯克希尔·哈撒韦公司购买了伊利诺斯国民银行和信托公司 98%的股份，并一直持有到 1979 年由于《银行控股法》要求伯克希尔放弃对银行的持股。这家银行经营非常优秀，巴菲特在伯克希尔 1977 年的年报中对其大加赞赏。

1977 年伊利诺斯国家银行的资产报酬率约为那些规模最大的银行的 3 倍。它之所以取得如此优异的业绩，一方面是由于给予储户最优惠的利率；另一方面是构造低风险且流动性很高的资产组合。

为了便于自己熟悉所投资的领域，巴菲特从来不忘记向任何人请教有关自己所需要的银行知识。在和伊利诺斯国民银行董事长简·阿贝格交往的过程中，巴菲特学到了许多关于银行业务的重要知识，这些知识教会了他如何判断一家优秀的银行。其中一个最重要的知识是银行业的一个重要赢利来源是降低成本。巴菲特发现，如果银行管理层对发放贷款认真负责并努力削减开支的话，银行业是非常有利可图的。

巴菲特给了伊利诺斯国民银行董事长简·阿贝格很高的评价，一家经营成本一直很高的公司经理人，总是能够想方设法找到各种各样的新办法来增加公司总部的经营成本；而相反一家经营成本一直严格控制的公司经理人，总是能够继续找到新的办法来进一步降低这家公司本来已经远远低于竞争对手的经营成本。在进一步降低成本这方面，没有人比简·阿贝格做得更优异。

可见巴菲特对投资银行是情有独钟的，他不会错过一切能获利的机会，选择富国银行也将成为他必然的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

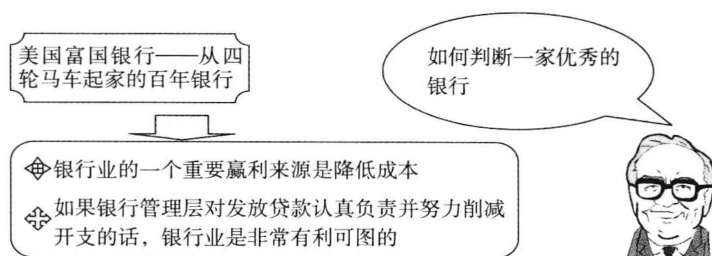


图 10-6 巴菲特投资富国银行的原因

七、投资中石油仅 2 年便赢利 7.61 亿美元



中石油是我们在油气范围内所选择投资的唯一公司，中石油全面兑现了招股时对投资者做的承诺。

2005 年 3 月 16 日在中石油 2004 年度业绩公布新闻发布会上，中石油集团总经理陈耕主动透露该公司著名的“小股东”——美国“股神”巴菲特对其派息政策的赞辞：“今年 1 月我发信邀请我们的股东巴菲特先生，希望他可以出席今年 5 月北京召开的财富论坛，巴菲特先生在 1 月 6 日正式给我们回信，谈到他对公司的派息政策，以至他对公司所持有的信心。”

巴菲特在给陈耕的信中说：“如你所知，按照市值计算，我们持有 10 多亿美元的中石油股票，有一个情况你可能会感兴趣，那就是除中国石油以外，我公司没有购入任何一家油气公司的股票。中石油是我们在油气范围内所选择投资的唯一公司。中石油全面兑现了招股时对投资者做的承诺，特别是作为一家大公司，制定如此明确的红利政策是不寻常的，贵公司的做法对投资者是非常可贵的。”

在 2005 年 4 月 30 日召开的伯克希尔 2004 年年度股东大会上，巴菲特在回答投资者关于他投资中石油的问题时说：“几年前，我读了这家公司的年报之后就买进了，这是我们持有的第一只中国股票，也是到目前为止最新的一只。这家公司的石油产量占全球的 3%，这是很大的数量。”

中国石油天然气股份有限公司是在中国石油天然气集团公司 1999 年重组改制的基础上设立的，并于 2000 年 4 月在中国香港和纽约实现了首次境外上市。由于受当时因素影响，仅发行了 10%的流通股份。经过上市五年多来的努力，公司稳健、务实的经营风格和持续向好的基本面，逐步得到境外投资者的高度认可，公司股价不断回升，特别是 2003 年 4 月巴菲特持股后，股价更是一路攀升。

2005 年 9 月 28 日，中石油的 H 股股价收于 5.85 港元，创下历史新高，上市 5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年累计涨幅高达357%。更重要的意义在于，这表示中石油市值已经达到1323亿美元，超过了全球第二大汽车制造商丰田汽车，成为亚洲市值最大的公司。从2000年4月以来，中石油的股价已经累计上扬超过3倍。按市值计算中石油已经成为全球第十九大公司，排名比巴菲特执掌的伯克希尔公司还要高出3位，在石油行业公司里，中石油排名第5位。

巴菲特管理的伯克希尔公司从2003年4月初开始持续大笔买入中石油股，截至2004年底，巴菲特共持有中石油H股23.38亿股，投资成本4.88亿美元，2004年底市值为12.49美元，赢利为7.61亿美元，两年多投资收益率高达156%。

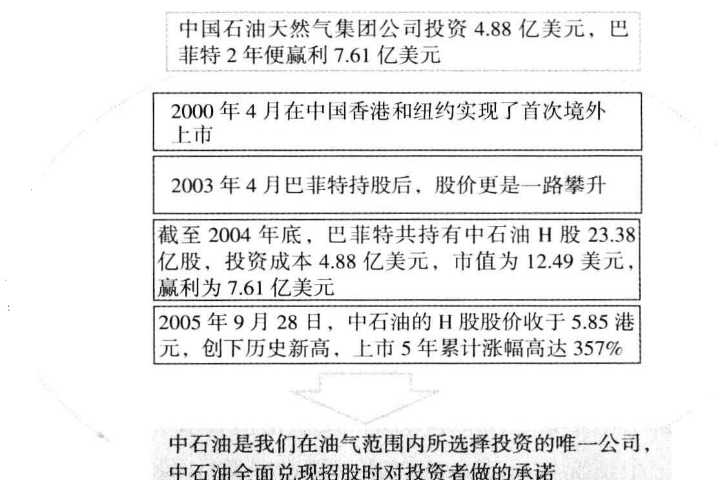


图10-7　巴菲特投资中石油

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

做自己，你的人生由你打造
——巴菲特的人生经历

一、1929 年股灾；1930 年巴菲特诞生



在内布拉斯加州奥马哈城，一个婴儿呱呱坠地，他就是征服全世界的伟大的投资人——巴菲特。

1929 年秋天，巴菲特母亲怀上他的时候，正赶上股票市场的崩溃。1930 年 8 月 30 日，这天十分闷热。在内布拉斯加州奥马哈城，一个婴儿呱呱坠地，他就是征服全世界的伟大的投资人——巴菲特。

巴菲特这样说道："我非常喜欢 1929 年，因为那是我生命开始的时候。我的父亲当时是一位股票经纪人，1929 年秋天股票市场崩溃之后，他不敢给所有那些遭受损失的人打电话。所以，每天下午他不得不待在家里，当时家里还没有电视机……情况非常不妙。我的母亲是在 1929 年 11 月 30 日左右受孕的（9 个月后出生，也就是 1930 年 8 月 30 日），所以，在我的内心深处对于 1929 年的股票市场崩溃始终都有一种亲切感。"

小时候，巴菲特就对数字特别敏感。他常与小伙伴们这样消磨整个下午的时间：俯瞰着繁忙的路口，记录下来来往往的车辆牌照号码。暮色降临以后，他们就回到屋里，展开《世界先驱报》，计算每个字母在上面出现的次数，在草纸上密密麻麻地写满变化的数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年轻的巴菲特的第一宗真正的生意是在软饮料行业，这是一个非常适合希望有朝一日能拥有可口可乐公司上亿美元股票的年轻人做的行业。他母亲回忆说，当她的儿子第一次对自由企业产生兴趣时，还只是一个年仅 6 岁的孩子。他的冒险行为包括做一个卖可口可乐的小商贩。

“那时我们住在爱荷华州的奥克波基湖。沃伦花 25 美分买了一个装有六瓶可乐的手提式厚纸板箱，他每瓶可乐卖 5 美分。沃伦对数字非常着迷，特别是涉及赚钱的数字时更是如此。”巴菲特夫人回忆说。后来在他整个经商过程中，他的利润率一直保持在 20%。这就是为什么他能成为身价几十亿的富翁的原因了。

巴菲特还从他祖父在奥马哈经营的杂货店里购买可乐，然后再卖给邻居们。

在 1989 年伯克希尔公司的年度报告中，巴菲特写道：“我相信我是在 1935 年或 1936 年开始卖可口可乐的，确切地说，应该是在 1936 年。我以每箱 25 美分的价钱在爷爷的杂货店购买可乐，然后以每瓶 5 美分的价钱在附近兜售。这种高利润的零售方式使我及时注意到非同寻常的消费者的吸引力和这种产品的商机。”

10 岁时，巴菲特最喜欢卖的软饮料是百事可乐。就像他跟马萨诸塞州北安杜佛镇的伯克希尔公司的股东保罗·卡西迪解释的那样，“我是在 1940 年开始卖百事可乐的，因为那时每瓶百事可乐的容量是 12 盎司，而可口可乐却只有 6 盎司，但是，两种可乐的售价是相同的。那是一个非常有说服力的理由。”

巴菲特对数字非常敏感，这对于任何一个商人来讲都是一个很重要的天赋。“可能是遗传于他的父母，他的父亲是一位股票经纪人，他母亲也有很强的运算能力。”巴菲特的邻居爱德华·克耐恩说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

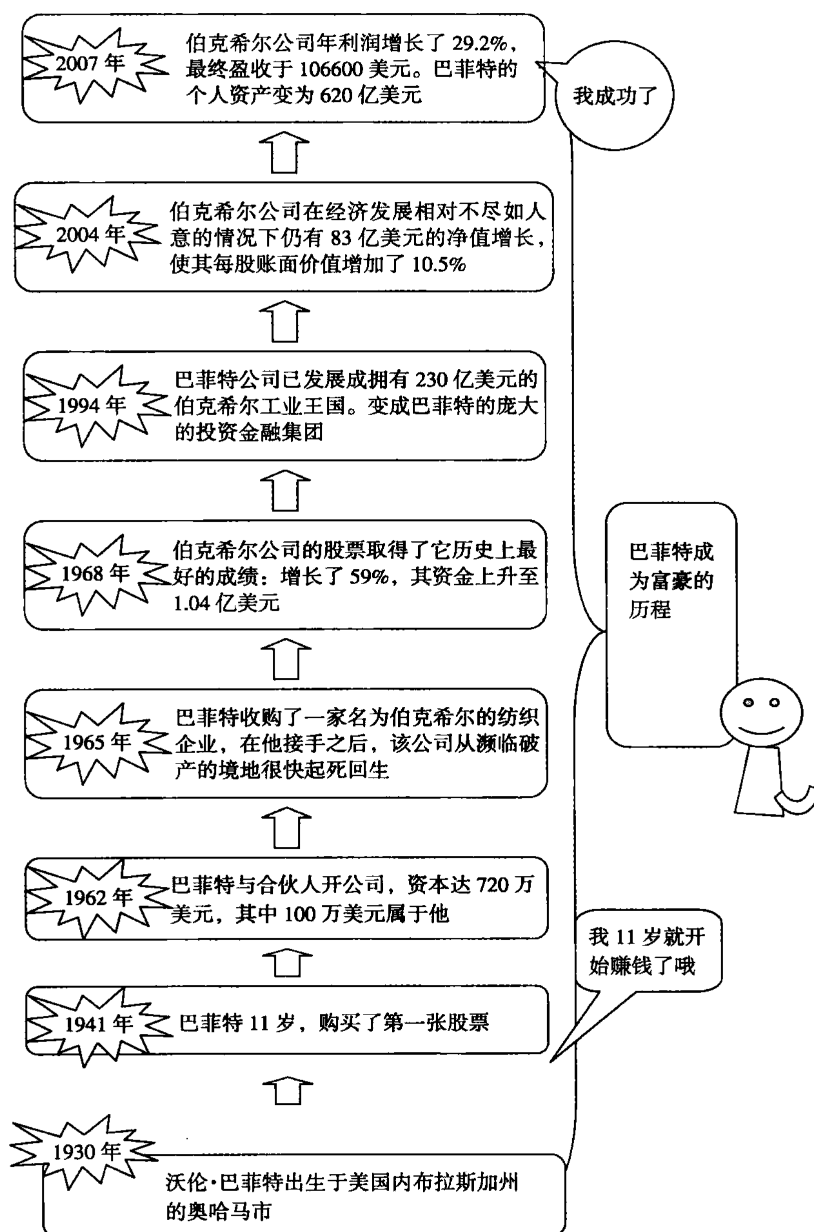


图 11-1　巴菲特的人生经历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、数字与股票：少年巴菲特最感兴趣的两件事



巴菲特 10 岁的时候，开始在他父亲的经纪人业务办公室里做些像张贴有价证券的价格及填写有关股票及债券的文件等工作。

俗话说："三岁看大，七岁看老。"这话用在巴菲特身上再合适不过。

巴菲特从小便具有母亲的数学天分，对数字有着高度的兴趣，甚至还曾研究过每个英文字母在《圣经》和报纸上出现的频率。巴菲特拥有一目十行、过目不忘的神奇记忆力。小学五年级时，巴菲特就曾背诵过 1939 年版的《世界年鉴》，能一一背出每个城市的人口数。

巴菲特对数字超强的记忆力，对所有的商人来说不啻为一利器。大部分的年轻人能从自动贩卖机买进汽水就很满足了，但巴菲特却从自动贩卖机捡起被丢弃的瓶盖并加以统计分析，然后找出最受欢迎的饮料。

巴菲特 10 岁的时候，开始在他父亲的经纪人业务办公室里做些像张贴有价证券的价格及填写有关股票及债券的文件等工作。

1942 年春天，12 岁的巴菲特和姐姐 Doris 合资以每股 38.5 美元买进 3 股"城市服务"优先股，但此后便一路下跌到 27 美元。Doris 每天在上学的路上都会"提醒"巴菲特，股票被套牢了，巴菲特觉得自己压力好大。于是当股价后来回升到 40 美元时，就迫不及待全部卖掉，获利了结。但卖出之后，这只股票却一路飙到每股 202 美元。

尽管年轻的巴菲特是个数学天才，但是对他父亲而言，儿子对金融着迷的程度仍然叫他吃惊。豪尔相当节俭，而且一向对于赚钱没多大兴趣，他原本希望儿子将来能担任神职人员，却发现他的儿子着迷于金钱游戏。

长久以来，巴菲特家族一直是"铁杆"派的共和党员，但所有的家族成员都各有独立的政治主张。大体而言，巴菲特认为民主党对于民权事务的政策比较合乎理想，当他和太太加入民主党时，整个家族受到了莫大的震撼，巴菲特的表姐回忆他们家族共进午餐时，餐桌上尽是连珠炮似的政治话题。巴菲特说："基本上，我之所以加入民主党，是因为在 20 世纪 60 年代初期，我觉得民主党的民权政策和我的观念比较接近，我不是依党派作为投票的标准，但是我投给民主党的票可能比共和党的多。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

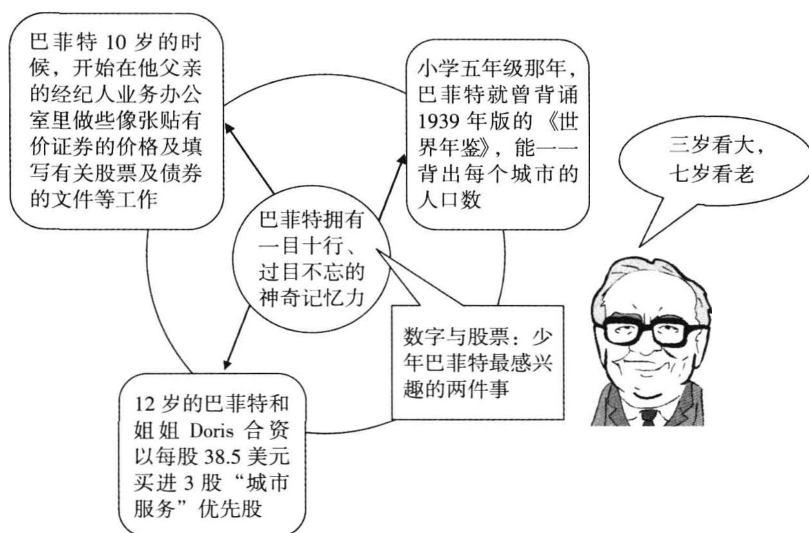


图 11-2 少年巴菲特

三、令自己着迷的投资，15 岁便成了“小地主”



巴菲特年满 15 周岁，进入威尔逊中学，开始读十年级，类似于中国的高一，从初中生变成了高中生。别看他人小，但已经是老板了。

从初中生变成了高中生，巴菲特就攒下足够买下内布拉斯加州华顿西北的一家农场的钱，这是一个未曾耕种过的农场，占地面积为 40 英亩，售价是 1200 美元。几年前，他的父亲就买下了这个农场。现在，巴菲特用现金从他父亲手中买下了它，然后，把农场租给了土地租用人。

上高中开学第一天，班主任老师给全班同学开会，让大家轮流自我介绍一下。轮到巴菲特，他不慌不忙地站起来：“我是来自内布拉斯加州的巴菲特，在奥马哈附近拥有一家农场。”全班一片哗然。

人瘦得跟猴儿一样，脖子细得跟麻秆一样，运动鞋破得跟要饭的一样，见了人害羞得跟小姑娘一样。这哥们怎么可能是农场主呢?

尽管每个月挣的钱比老师还多，存的钱比大学毕业生工作了几年存的钱还多，但只有 15 岁的巴菲特，花起钱来却比谁都少。穿鞋只穿那双破得都是洞的网球鞋，送报穿，上学穿，和同学打球穿。有时学校开会非得穿皮鞋，也只是穿一双鞋底快磨穿的旧皮鞋。更让人受不了的是，还穿颜色刺眼的黄袜子或者白袜子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姐姐多丽丝比巴菲特大两岁，长得很漂亮，从偏僻的中部农业地区来到繁华的首都华盛顿，打扮得更时髦，曾受邀参加法国大使馆专门为杜鲁门总统的宝贝女儿举办的生日庆祝晚会，被列入“社交名媛新秀”前十名，在学校里是有名的班花加校花。她从校园中走过，回头率是百分之一千。

但我们的校花最害怕的是在学校碰见弟弟巴菲特。邋遢的弟弟让她很丢脸，每次小美女碰见了小流浪汉，都赶紧转过脸去，假装没看见，快步走开。

在学校里，巴菲特既不是一个态度冷漠的人，也不令人讨厌，只是一个独来独往者，有点不太合群。“在班里我不是最受欢迎的人，但也不是最不受欢迎的人。我只是一个无足轻重的人。”

巴菲特曾写信给格雷斯卡特小姐，她也是威尔逊中学的一位老师。在信中他写道：“尽管我还很清楚地记得在威尔逊中学读书的那些日子，但是，坦诚地说，当时我并不是个遵守纪律、行为检点的好学生。如果你也将经历这个叛逆性阶段的话，我认为早点把它从你的生活中消除掉不失为一个好主意。顺便提一句，从你的地址上，我留意到你就住在距西切斯特公寓大楼仅几个街区的地方，那曾经是我通过投递报纸开始我金融生涯的地方……”

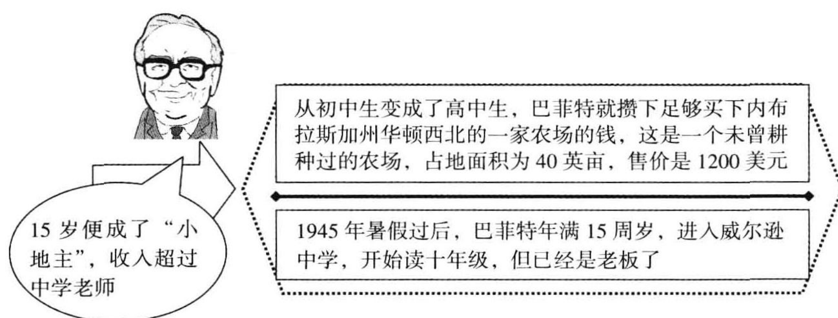


图 11-3　15 岁的巴菲特

四、曾经落榜哈佛商学院



当两个人的会面结束后，他进入哈佛大学的梦想也随之破灭了。哈佛大学招生办公室绝无失误的工作神话，从此也就告一段落了。

巴菲特对于正规的教育并不是非常热衷，但他非常热衷于学习，他的老师本杰明·格雷厄姆一直教他投资。1950 年夏天，19 岁的巴菲特用一年的时间完成了 14 门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

课程的学习，从内布拉斯加大学毕业，然后向哈佛商学院提出申请。

他经常去奥马哈公共图书馆借阅有关商业方面的图书，并掌握了一切能查找到的有关会计学和保险业的知识。

他乘火车前往芝加哥，在那里一个毕业于哈佛大学的男士接见了他。多年以后，巴菲特告诉卡罗尔·卢米斯说，当时哈佛代表对他的印象是——“19 岁，由于身材消瘦，看起来像只有 16 岁的样子，相当于一个 12 岁少年的体重”。

当两个人的会面结束后，他进入哈佛大学的梦想也随之破灭了。哈佛大学招生办公室绝无失误的工作神话，从此也就告一段落了。

“在芝加哥双方的会面大约持续了 10 分钟，然后又把我打入失望的深渊。”巴菲特说。哈佛大学的人说他的年龄太小，还不能进入哈佛学习，让他过一两年之后再报考。

被拒绝的滋味实在是不好受。因为这个拒绝，他认为这是他人生当中非常重要的转折点。如果他真的是念了哈佛商学院的话，就会发现哈佛商学院并没有给他所想要的东西，所以，当时他申请了哈佛商学院失败之后，就转去申请哥伦比亚商学院。他在哥伦比亚看到一本书，讲价值投资，看了那本书之后对他有重大的启蒙。他开始使用各种各样的技术的分析、数量的分析，他发现这对他的投资并没有任何的帮助，所以，他当时一直希望能找到帮助他进行投资的体系，因为这本价值投资的书像一道闪电一样让他突然大彻大悟。

巴菲特在给他的朋友杰尔·奥瑞斯的信中写道：“哈佛那些家伙太自命不凡了，他们认为，我只有 19 岁，太年轻了，不能被录取，并建议我再等一两年。所以，我现在面临着一个严酷的事实，因为我已经在此吃住有四个星期了。我父亲希望我能到某个研究生院继续学习。但是，我却很不喜欢这个主意。”

两个星期之后，巴菲特再次写信来说：“说实在话，当我收到哈佛大学的来信时，我有点被打垮了。此后不久，我又等待着哥伦比亚大学的空白申请书。他们大学有个非常好的经济系。至少他们有几个教授是普通股票估价课程的大人物，像格雷厄姆和多德。”

被哈佛大学拒之门外给他带来了很大的痛苦，但后来的事实证明，这对他来讲也未尝不是一件好事。因为他很快就意识到，教授商业课的权威教授在哥伦比亚大学。巴菲特向哥伦比亚商学院提出申请，并且很快就收到了接收他入学的通知，并于 1951 年 6 月毕业于该校。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 11-4　巴菲特落榜哈佛商学院

五、成功离不开的黄金搭档——查理·芒格



查理·芒格——伯克希尔公司的副董事长和第二大股东，巴菲特称其为“长期的挚友与合作伙伴”。

查理·芒格是伯克希尔公司的副董事长和第二大股东，巴菲特称其为“长期的挚友与合作伙伴”。芒格从某种意义上说是菲利普·费舍投资理论的化身，他特别喜爱经营良好、价格合理的优秀公司的股票。

虽然巴菲特和芒格都在奥马哈长大，并且有许多共同的熟人，但他们直到 1959 年才见面。当时，芒格已经移居南卡罗莱那。他的父亲去世了，因此他回到了奥马哈。这时，两人才开始相识，成为他们非凡合作的开始。

在芒格加入伯克希尔公司后，正是他的影响使巴菲特从格雷厄姆买便宜货的投资策略局限中走出来，吸收菲利普·费舍优秀公司成长股的投资策略，将二者进行完美的融合，形成了自己最成功的投资策略：基于持续竞争优势的长期投资策略。大体上，伯克希尔早期的成功可归功于收购蓝筹印花、时思糖果及加州其他企业，这些大都是芒格先于巴菲特发掘的。

随着芒格和巴菲特的相互了解和大量合作，芒格逐步接替日渐衰老的格雷厄姆，成为巴菲特的知己兼顾问。《财富》杂志的编辑兼作家卡罗·路易斯解释说，巴菲特仍然非常尊崇格雷厄姆的理念，与此同时，芒格帮助他开拓投资思维，使他又向前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迈进了一大步。

芒格说服了巴菲特，为收购时思糖果公司支付3倍于其账面价值的价格。事实证明，这确实是一笔好交易。这是巴菲特思想板块构造转移的起点，他愉快地承认，正是芒格把他推向了一个新的方向。当然，两人都飞快地承认说，如果你找到一家高质量的公司，而这家公司碰巧又能以低于账面的价值购得，那么你就是掘到了金子。

与巴菲特一样，芒格采用的是集中投资的策略。他一直将自己的注意力集中在为数不多的、能带来较高收益率的股票上面。此外，他一直十分推崇格雷厄姆的选股策略。他看重企业的内在价值，认为只有当市场价格远远低于内在价值时，才是最佳的买入时机。

事实上，虽然巴菲特与芒格在许多方面存在差异，但他们在基本的投资策略方面却是极为相似的，他们都信奉格雷厄姆的投资策略，只购买那些安全系数高的股票。对他们来说，规避风险的办法绝不是通过那些令人眼花缭乱的投资组合，而是选择那些企业的价值被市场低估的股票。

巴菲特与芒格有相似之处，也有不同之处。难能可贵的是，他们都能够求同存异，原因之一在于两人对常识性的商业理念都持强硬态度。两个人都表现出经营高质量公司所必须具备的管理品质。巴菲特在一段时期宁愿忍受保险行业的低回报，也绝不签保单；芒格在做韦斯考公司的CEO时，当面临违规的存贷款企业时，他拒绝贷款。

这也可能是两人能够长期保持密切关系的重要原因吧！巴菲特曾说过，查理·芒格对他有极大的影响。

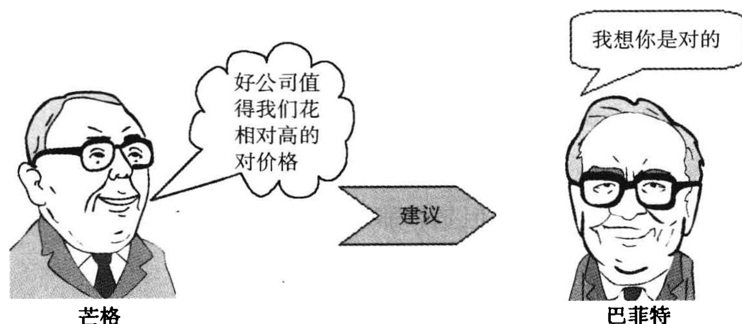


图 11–5　巴菲特的黄金搭档

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、青涩的创业第一步从 100 美元开始



巴菲特合伙公司的利润率总是高于道琼斯工业指数的涨幅，从没有亏损的时候。

合伙企业中负无限责任的合伙人沃伦·巴菲特居住在丛林大街 5202 号，他在那儿租了一间房子，凑了 100 美元，所以，巴菲特合伙公司是以 10.51 万美元的注册资金开始运行的。

“巴菲特对公司的第一次投资（不包括那 100 美元）是从伍尔沃斯连锁店里花了 49 美分买的一个账簿。”当时，还有一件奢侈品—— 一台手动打字机。他愿意把自己更多的钱投入成功的企业。作为经理，巴菲特收取赢利额的 25%，而每个投资者年终储蓄存款账户上只有 6%。对于年轻的巴菲特来讲，代理佣金实际上是一笔很大的收入。

为了寻求新的赚钱领域，巴菲特拜访了其他一些投资者，有时还带着纳税申报单，并诱惑他们说：“难道你们不想也能缴纳这么多的税吗?”

在合伙公司的早期经营阶段，巴菲特同奥马哈一位商人接洽并请求他投资 1 万美元。这个商人告诉他的妻子说他想这么做。但是，他妻子告诉他说，他们拿不出 1 万美元。“我们可以借钱。”他说。“这根本不可能。”他的妻子回答说。

今天这个商人的儿子哀叹说他的父母没有投资，从而错失了成为百万富翁的机会，并补充说：“从那以后，我们一直都在辛苦地工作来维持生计。”

查尔斯·海得尔是其早期的合伙人之一，今天，他是奥马哈市海得尔韦兹合伙公司中负无限责任的合伙人。海得尔说：“我告诉我的家人说，‘看呀！沃伦将时时刻刻为我们考虑如何用我们的钱进行投资。’”

时光飞逝，原来的一些合伙人不断增加投资，另外一些合伙人进入董事会。后来，其他一些合伙公司也加入原来的合伙公司，到 1961 年末，巴菲特把 10 个合伙公司联合起来并把原来的名字巴菲特联盟变更为巴菲特合伙公司。

1957 年，巴菲特合伙公司创下了赢利 31615.97 美元的纪录和 10.4%的增长率。这可能听起来并不怎么令人激动，但是和那年暴跌 8.4%的道琼斯工业指数相比，情况就相当不错了。

巴菲特，当他在 1956 年开始经营合伙公司的时候，只有 10 万美元的资产。但是到 1959 年，他的资产已经达到了 40 万美元。巴菲特合伙公司的利润率总是高于道琼斯工业指数的涨幅，从没有亏损的时候。平均来说，1957~1962 年，尽管道琼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯工业指数每年增长 8.3%，但是，巴菲特合伙公司的增长率是 26%。据巴菲特的计算，巴菲特合伙公司的资产净值已达到 7178500 美元！

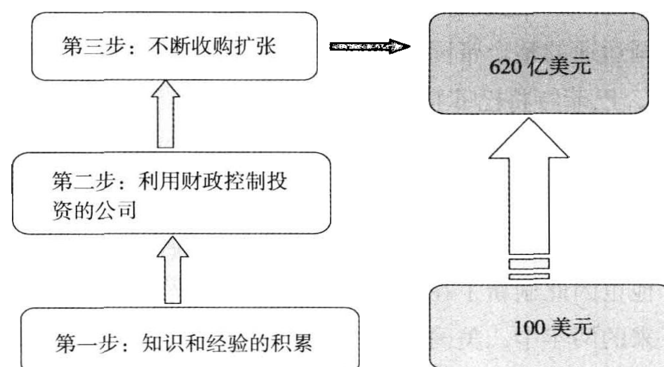


图 11-6　巴菲特的创业过程

七、牛刀“小”试：玩转美国运通



当杰出企业发生庞大但可缓解的危机时，就是绝佳的投资时机。

20 世纪 60 年代初，巴菲特做了一个重大的决策，那就是投资美国运通公司。

1963 年后期，美国运通公司的一家子公司错误地签发了有关色拉油的仓储收据，这张收据欺骗性地证明了在新泽西州的贝恩尼市有大量的桶装色拉油库存，由此造成了一场所谓的安东尼·迪·安杰里斯“色拉油丑闻”。

身为白领阶层的迪·安杰里斯恰巧赶上了色拉油库存这一骗局。他大举借债，将钱全部压在蔬菜油期货上，结果全盘皆输。后来证明，油罐里装的几乎全部是水。美国运通公司收藏着大量的油罐和签发的收据，这些收据可以当做金融交易的证据。这家公司被骗惨了，但是，它在付出沉重的代价后，却不让任何无辜的第三方承担损失。美国运通公司自身认为，他们有能力承担数十亿美元损失的责任。这次危机的爆发有可能卷走全部的股东权益，使公司的净资产变成负值。巴菲特把这次事件看做是股东们的一次性股息损失，但整个公司仍是完整的。

巴菲特说，当杰出企业发生庞大但可缓解的危机时，就是绝佳的投资时机。

巴菲特知道，现金流就像是低息贷款一样重要。于是，他想亲自让人们相信：美国运通公司的基本业务不会受到这次丑闻事件的负面影响。因此他四处奔走，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确保笼罩美国运通的乌云不至于影响到该公司本身。在奥马哈的餐厅与其他商店，他会站在收款机后面偷窥，看看一般人是否在用美国运通卡及其旅行支票。

经过一番观察之后，他发现商人们依旧在接受美国运通信用卡。由于这些信用卡仍有信誉，美国运通的整个帝国依然完整无缺，巴菲特买下了这只股价遭受重创的股票。1964 年，巴菲特将巴菲特合伙公司 40%的净资产、价值约 1300 万美元投资于美国运通公司，买下了美国运通公司 5%的股份。当时，美国运通的股票价格已从原来的每股 65 美元跌至每股 35 美元。

如此一来，巴菲特打破了他在一次性投资中使用其合伙公司资金不超过 25%这一原则，但是，他也因此刷新了在一些大公司暂时受挫时，大胆买进这些公司股票的记录。在接下来的两年中，美国运通的股价上涨了 3 倍，据说巴菲特合伙公司卖掉这些股票净赚 2000 万美元的利润。美国运通的股票在 5 年之间，从每股 35 美元涨到 189 美元。巴菲特给我们的启示是，当绩优公司面临危机时，不妨多瞧几眼。

美国运通是一家有特许经营权的企业，作为它的最终支持者，巴菲特看准的是美国运通的结算信用卡以及旅行支票业务，并且认为这两者的力量使美国运通公司无懈可击，足以让美国运通公司度过这次危机。巴菲特的投资信条是：当一家大公司突遇挫折时，给予积极关注。

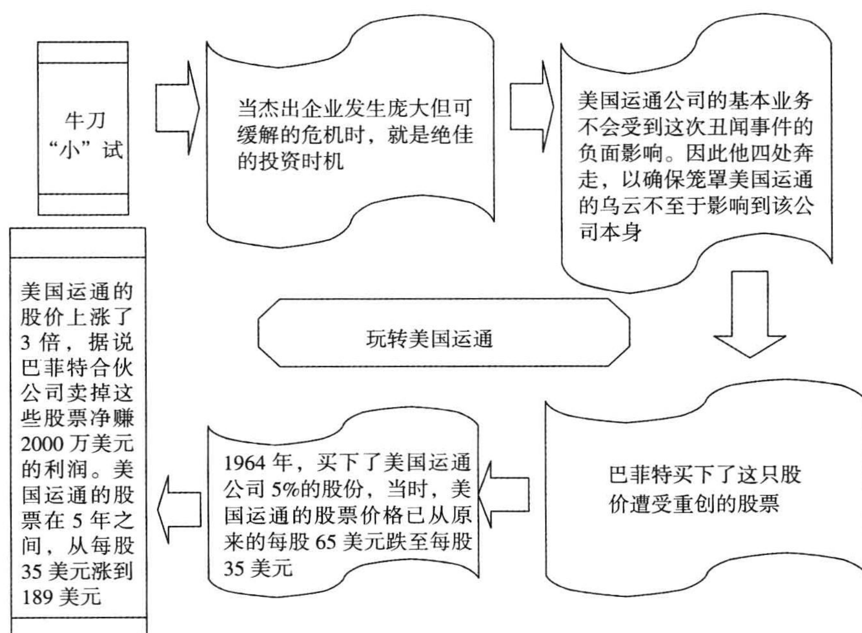


图 11-7　巴菲特投资美国运通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

八、“9·11”梦魇让巴菲特损失了22亿美元



一次巨灾的发生并不令人惊愕。不时地就会出现一次巨灾，但这绝不会是我们遇到的最后一次巨灾。

2001年9月11日，当恐怖分子袭击美国的世贸中心和五角大楼时，巴菲特正在他奥马哈家中的书房内注视着电视机的大屏幕。

午后，巴菲特请了一些知名人士去打高尔夫球，他让大家随意地打球或看电视。只有少数几个人玩了一小会儿，但是，人们没有心思打球，大多数人只是在伤心地看着电视。

这次恐怖事件对于每个人的影响都是深远的，当然也包括伯克希尔公司。这次恐怖袭击事件给伯克希尔公司最严重的打击来自美国运通公司，这家公司痛失了在世贸中心大楼上班的11名员工。由于这次事件的影响，公司大约3500名员工被遣散到美国3个州的7个不同地区，直到2002年5月才重返工作岗位。

与伯克希尔公司长期往来的花旗集团，在这次事件中也痛失了6名员工。“9·11”事件中坍塌的第三座大楼——第七世贸中心有花旗集团2500名员工在那里上班。

这次恐怖袭击事件，给伯克希尔公司造成了损失以及随之而来的赔付额的上升。巴菲特认为：“人们大概忘了，虽然我们在竞争上还处于上游，但这并不能补偿我们遭受22亿美元的损失。这是一笔沉重的代价。”

巴菲特披露：“‘9·11’事件使我们蒙受了大约22亿美元的损失。我们不久将进行赔付，其中大部分赔付将在一段时间内实施，我们明年要支付15亿美元左右。”

一次巨灾的发生并不令人惊愕。不时地就会出现一次巨灾，但这绝不会是我们遇到的最后一次巨灾。

巴菲特在《华盛顿邮报》(2001年11月19日）上发表了一篇文章，建议为保险业建立一个类似于银行业的联邦储蓄保险公司（FDIC）这样的公司：“我身在保险业，深知在过去的几个月中这个行业费用有多么昂贵。由我经营的伯克希尔·哈撒韦公司费用更高，因为我做了一件愚蠢的事：允许伯克希尔公司承保巨灾损失，而不收取任何保费。我们万万没有想到所承担的风险是恐怖主义造成的损失。”

巴菲特想尽办法消除这天所发生的恐怖事件给大家带来的不安。他说，每个人都会深受影响，美国人的心灵将永远不会回到从前。在2001年9月16日，股市重新开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盘的前一天，巴菲特应邀参加了美国哥伦比亚广播公司（CBS）的“60 分钟”节目，他说第二天他不会卖掉任何股票，如果股价跌到足够低的水平，很有可能再买进一些股票，言语之间流露出巴菲特的爱国热忱。“如果你拥有一只美国公司股票，并在一周前还继续看好它，你要是在明天早晨 9 点 30 分卖掉它，这在我看来实乃疯狂之举！”

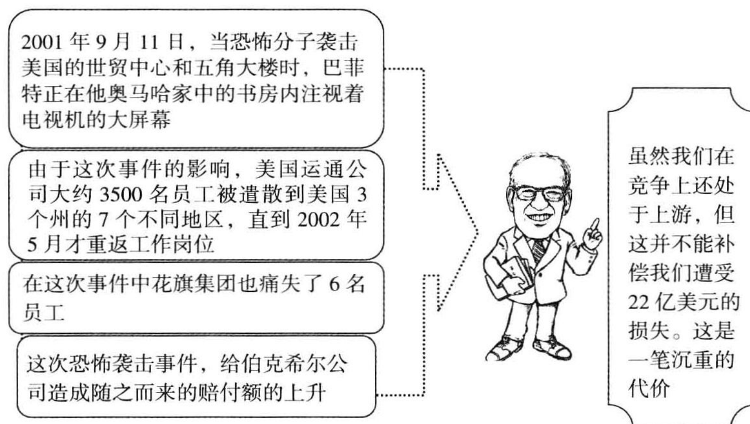


图 11-8 “9·11”事件对巴菲特投资的影响

九、为什么要卖掉 10%英特尔原始股



格林内尔学院在该公司发行证券时直接买下其中 10%的股份……事实上，这是英特尔的初始基金。

巴菲特为这个学院参谋的第二笔投资买卖是 AVCO 公司设在戴顿的 WDTN 电视台。无须等待融资，巴菲特在拍卖会上出价 1290 万美元，这是该电视台年营业额的 2.5 倍。这家电视台是他在 20 世纪 70 年代后期买下的，在 1984 年后期，又以 4900 万美元的价钱卖给了赫斯特公司。这又是一笔漂亮的交易，如果你也能这么做的话。

这个交易使格林内尔的捐赠基金几乎翻了一番，该基金在 1984 年大约升至 1.2 亿美元。罗森菲尔德说：“这个结果好极了！在 25 年前或者说是在 30 年前，我和巴菲特是在他访问德梅因市时，通过我们一些共同的朋友而相识的。”

如果巴菲特有什么金融建议要给格林内尔理事会的话，他通常只打电话给罗森菲尔德。

罗森菲尔德说：“我经常看见他，他依然参加格林内尔理事会。他参加一段时间的理事会会议，但后来就没见他了。他不大喜欢开会，冗长的会议不是他的兴趣所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在。”1968 年，巴菲特被任命为格林内尔终身理事。

格林内尔的理事们与巴菲特的另一个关系户——比尔·鲁安掌控的红杉基金——相处得也不错。1978~1981 年，罗森菲尔德将格林内尔 1/3 的捐赠基金或者说 1000 万美元投入红杉基金。

格林内尔学院于 1996 年举办了建院 150 周年庆典，该学院持有红杉基金大约 14%的份额，它是这个基金最大的持有人，而红杉基金有近 29%的资金投在伯克希尔股票上。

理事们可以考虑将格林内尔学院改名为“格林内尔学院与银行”。

对巴菲特是格林内尔学院的终身理事这一事实不要有任何质疑。他也是大都市研究院的终生理事，加利福尼亚州斯坦福大学的工商企业信托公司理事，（内布拉斯加州）米德兰的威尔尼斯委员会理事，他还是美国文学与科学学院的成员。

在 1997 年伯克希尔公司股东年会上，巴菲特描述了格林内尔学院另一次的投资趣闻：

“……英特尔公司两位主要创始人之一鲍勃·诺伊斯是在依阿华州的格林内尔长大的。在 20 世纪 60 年代后期担任该学院理事时，我以为，他是格林内尔市某位市长的儿子，先去格林内尔学院念书，然后担任格林内尔学院理事会主席。当诺伊斯离开费尔查尔德同戈登·穆尔一起创建英特尔公司时，格林内尔学院在该公司发行证券时直接买下其中 10%的股份……事实上，这是英特尔的初始基金。

……所以，我们（为格林内尔学院）真正购买了英特尔公司 10%的原始股，但是，负责格林内尔投资委员会的某位天才，竟在几年后卖掉了这些股票，但是我不能说出他的名字。当然了，今天谁去计算那些股票的价值也不会得到什么奖！”

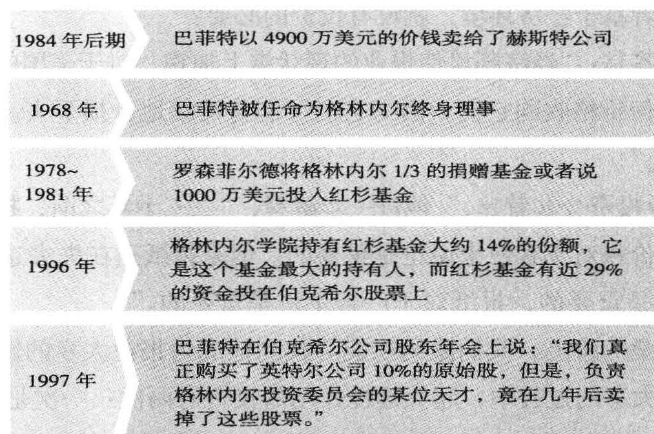


图 11-9 巴菲特与格林内尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十、一场残酷的个人胜利——成为报业大亨



在巴菲特成为报业大亨的过程中，起关键性作用的投资有两次：一次是投资《华盛顿邮报》；另外一次就是投资《布法罗新闻晚报》。

2009年巴菲特在接受媒体采访时曾表示，当前报业长期处于亏损的状态，他将不会买入。

巴菲特这个观点的变化，颇为值得重视。当然，他谈的是已经非常成熟的美国报业。2009年5月2日，伯克希尔·哈撒韦公司又一次股东大会，3.5万人云集内布拉斯加州奥马哈的“奎斯特中心”，参加人数之多，创出新纪录。

对应经济环境印刷图文信息处理，那是一个不轻松的时刻；2008年是44年以来最糟的一年，无论对标准普尔500，或者伯克希尔·哈撒韦股票的账面价值来说都是如此。

公司2008年第四季度利润为1.17亿美元，较同期的29.5亿美元下降96%。账面价值为1092.7亿美元，比2007年下跌9.6%。2008年股价累计下跌44%。

报业行业的整体情形都不容乐观，不管是成熟的美国报业，还是中国的印刷企业都将遭遇到发展的瓶颈。对此巴菲特对中国报业投资者说了一句令人深思的话：“投资者们损失惨重，备感困惑的中国印刷企业100强，如同误入羽毛球赛场的小鸟一般。”

于是很多人问这个曾经在报业中驰骋的投资大亨：“以什么样的价格投资报业是有吸引力的；或者基于经济环境，就没有投资的必要？”

巴菲特的回答是：“经济环境使报业的现状雪上加霜，对于美国的大多数报纸而言，我不会以任何价格收购它们，因为它们可能将持续地亏损下去。没有看到衰退结束的任何迹象。”

“实际上报业投资今非昔比，”他进一步解释，“二三十年之前，报纸对于公众是重要的。相应定价权对于客户来说也是重要的。但是报纸正在失去这样的权力。只有读者认为报纸是重要的，报纸对于广告主才是重要的。”

在他历经沧桑的脸上，我们隐约还能寻找到他成为报业大亨的影子。实际上在巴菲特成为报业大亨的过程中，起关键性作用的投资有两次：一次是投资《华盛顿邮报》；另外一次就是投资《布法罗新闻晚报》。这两次投资在巴菲特的生涯中占有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很重要的地位，也有着非同寻常的意义，不管是对他的事业，还是对他的人生来说都有着极为重要的意义。

《华盛顿邮报》被认为巴菲特最成功的投资。《华盛顿邮报》1973 年的收入为 2 亿美元。巴菲特对其的估值是：约 8000 万美元的公司账面资产具有 4 亿美元的内在价值。他投资 1060 万美元拥有了 10%的股份。2006 年年底增值为 12.22 亿美元，持有 33 年，投资收益高达 127 倍，这是他投资收益最高，也是持股期限最长的一只股票。

让巴菲特最终在报业上投资获得最终胜利的就是投资《布法罗新闻晚报》，该报创办于 1880 年，1977 年巴菲特最终以 3250 万美元的价格收购，之后又经历了和当地的《信使快报》的官司和内部工会的罢工，最终以绝对的优势统一了市场。经过几年的迅猛发展，《布法罗晚报》走进了布法罗市 75%的家庭，在全美各大城市的报纸中独占鳌头。自此，他也正式迈进了美国报业大亨的行列。

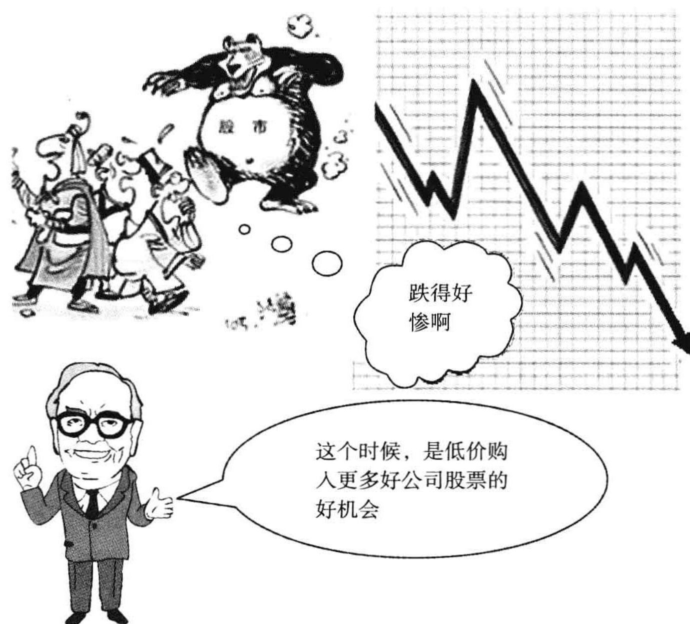


图 11-10 低价入市

十一、1987 年看股市大崩盘中的巴菲特



在这个世界上唯一不变的是变化，当变化突然来袭时要做到镇定自若，这样才能在股市的低谷中冷静思考，找到在低谷中赢利的突破口。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是股市大崩盘，对于投资人来说并不陌生，它指的就是现有的股民全部被“套”，没有新股民入场，当被“套”的股民开始只能“割肉”卖股票而不肯买股票时，就会造成恶性循环，持续下跌，最终造成股市关门。

崩盘即证券市场上由于某种原因，出现了证券大量抛出，导致证券市场价格无限度下跌，不知到什么程度才可以停止。这种大量抛出证券的现象也称为卖盘大量涌现。股市大崩盘在世界上曾出现过几次，其中一次就是 1929 年纽约大崩盘，一个小时内，11 个投机者自杀身亡。

后来，1987 年股市崩盘的恐慌再次来临。巴菲特和众多的投资者亲历了这次大恐慌。

1987 年 10 月 19 日，又是一段美国股民的黑色记忆，这一天美国股市又一次大崩盘。股市开盘，久违了半个世纪的恐怖重现。仅 3 小时，道琼斯工业股票平均指数下跌 508.32 点，跌幅达 22.62%。这意味着持股者手中的股票一天之内即贬值了两成多，总计有 5000 亿美元消遁于无形，相当于美国全年国民生产总值的 1/8 的财产瞬间蒸发了。随即，恐慌波及了美国以外的其他地区。10 月 19 日当天，伦敦、东京、中国香港、巴黎、法兰克福、多伦多、悉尼、惠灵顿等地的股市也纷纷告跌。

据统计，在从 10 月 19 日到 26 日的 8 天内，因股市狂跌损失的财富高达 2 万亿美元之多，是第二次世界大战中直接及间接损失总和 3380 亿美元的 5.92 倍。1987 年 10 月股市暴跌，首先影响到的还是那些富人。之前在 9 月 15 日《福布斯》杂志上公布的美国 400 名最富的人中，就有 38 人的名字从榜上抹去了。10 月 19 日当天，当时的世界头号首富萨姆·沃尔顿就损失了 21 亿美元，丢掉了首富的位置。更悲惨的是那些将自己一生积蓄投入股市的普通民众，他们本来期望借着股市的牛气，赚一些养老的钱，结果，一天工夫，一生的积蓄便在跌落的股价之中消失得无影无踪。

在这次股市崩盘的恐慌中，巴菲特是怎么应对的呢？巴菲特开始实施他的铁律：当别人贪婪时，你要变得恐惧。早在 10 月 11 日，道琼斯指数下跌了仅 158.78 点时，巴菲特就果断卖掉了一大批股票。当时身边的很多人根本不明白这是为什么，巴菲特的助手大声呵斥道：“命令很明确：把一切都卖掉。”

事实证明巴菲特的决策是正确的，在大恐慌面前再次验证了他作为投资大师敏锐的眼光。在这次股市大动荡中，巴菲特创下了赢利 20%的神话。

他靠的是什么呢？靠的是两条宝贵的投资规则：第一，永远不要接受损失；第二，永远不要忘记第一条。简单明了的投资理念，让巴菲特在大牛市的时候，没有失去理性；而在熊市的时候，他又果断地清仓，从而避免了更大的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

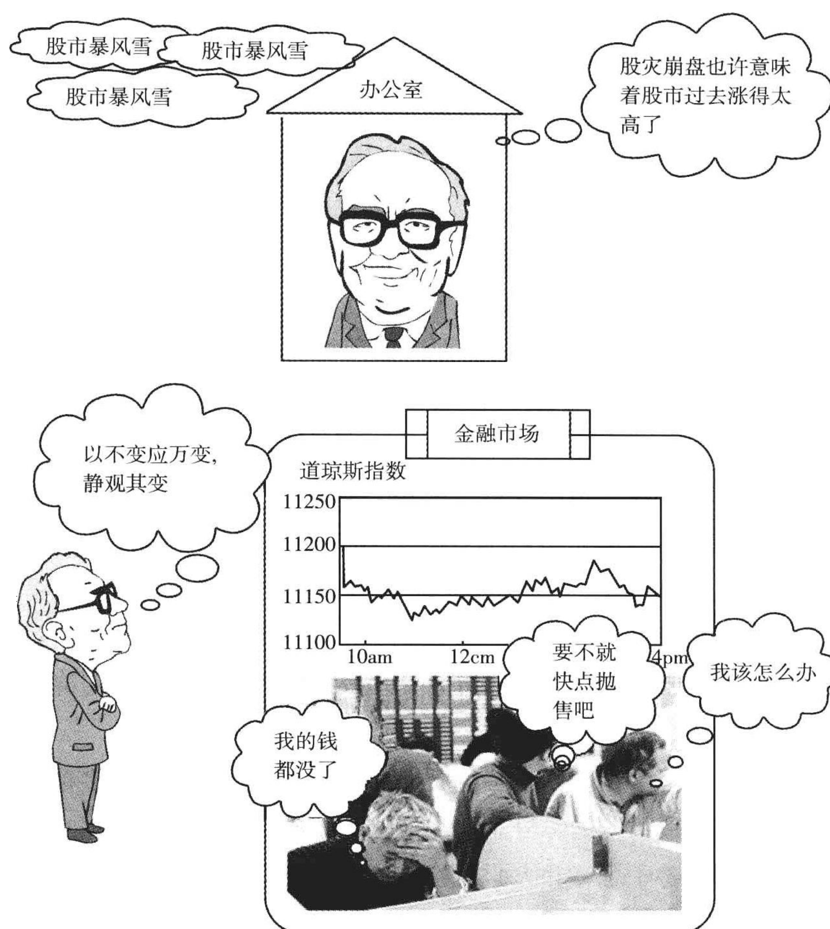


图 11-11 巴菲特面对股市崩盘

十二、成就“华尔街第一股神”



巴菲特的成功离不开他的自信、善于思考和大胆冒险，这是帮助他顺利走上成功之路的优良品质。

巴菲特是有史以来最伟大的投资家，被人们称为“华尔街第一股神”，很受人的尊敬和爱戴，甚至有人称他为“除了父亲之外最值得尊敬的人”。

巴菲特依靠股票、外汇市场的投资，成为世界上数一数二的富翁。他倡导的价值投资理论风靡世界，是为世界创造的一笔财富。巴菲特的投资理念也为世人所称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道，有人概括为“三要三不要”：

（1）要投资那些始终把股东利益放在首位的企业。巴菲特总是青睐那些经营稳健、讲究诚信、分红回报高的企业，以最大限度地避免股价波动，确保投资的保值和增值。而对于总想利用配股、增发等途径榨取投资者血汗的企业一概拒之门外。

（2）要投资资源垄断型行业。从巴菲特的投资构成来看，道路、桥梁、煤炭、电力等资源垄断型企业占了相当份额，这类企业一般是外资入市购并的首选，同时独特的行业优势也能确保效益的平稳。

（3）要投资易了解、前景看好的企业。巴菲特认为凡是投资的股票必须是自己了如指掌，并且是具有较好行业前景的企业。不熟悉、前途莫测的企业即使被说得天花乱坠也毫不动心。

（4）不要贪婪。1969 年整个华尔街进入了投机的疯狂阶段，面对连创新高的股市，巴菲特却在手中股票涨到 20%的时候就非常冷静地悉数抛出。

（5）不要跟风。2000 年，全世界股市出现了所谓的网络概念股，巴菲特却称自己不懂高科技，没法投资。一年后全球出现了高科技网络股股灾。

（6）不要投机。巴菲特常说的一句口头禅是：拥有一只股票，期待它下个早晨就上涨是十分愚蠢的。

可见，巴菲特不但为世界创造了物质财富，还为我们创造了很多精神财富。他无愧于“华尔街第一股神”的称号。那么他是怎么成为“股神”的呢？巴菲特的成功离不开他的自信、善于思考和大胆冒险，这是帮助他顺利走上成功之路的优良品质。如果你想跟巴菲特一样成功，就在投资生活中慢慢培养这些素质吧，相信你的投资之路也会一片光明。

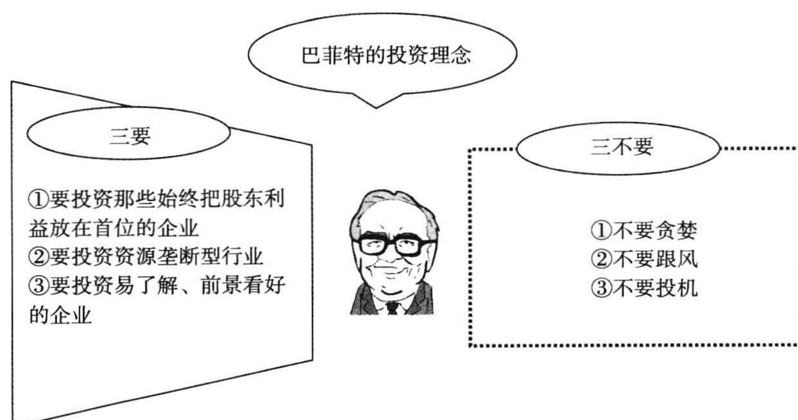


图 11-12 巴菲特的投资理念

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后记

一部作品的完成需要许多人的默默贡献，闪耀的是集体的智慧。其中铭刻着许多艰辛的付出，凝结着许多辛勤的劳动和汗水。

本书在策划和编写过程中，得到了许多同行的关怀与帮助，及许多老师和作者的大力支持，在此向以下参与本书编写的人员致以诚挚的谢意：许长荣、齐艳杰、上官紫微、史慧莉、闫晗、陈艳、常娟、武敬敏、王艳明、欧俊、黄晓林、肖冬梅、李文静、蔡亚兰、王杰、周珊、齐红霞、曾桃园、赵广娜、张保文、杜莉萍、张艳芬、李伟楠、王鹏、杨英、杨艳丽、于海英、毛定娟、李伟军、魏清素、何瑞欣、焦亮、廖春红、慈艳丽、黄薇、付玮婷、常悦、姜波、张云、白静、丁敏翔、闫瑞娟、杨云鹏、郭先红、常苓、徐端、张彩彩、于若熙、许鸿琴、孙洁、何艳丽、高榕璠、李娟、梁妤婷等。

本书在编写过程中，借鉴和参考了大量的文献和作品，从中得到了不少启悟，也汲取了其中的智慧菁华，谨向各位专家、学者表示崇高的敬意——因为有了大家的努力，才有了本书的诞生。凡被本书选用的材料，我们都将按《中华人民共和国著作权法》有关规定向原作者支付稿酬，但因为有的作者通信地址不详，尚未取得联系。敬请您见到本书后及时函告您的详细信息，我们会尽快办理相关事宜。

著作者联系方式：

联系人：王先生

联系电话：010–82865588

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GRAPHIC
BUFFETT

（图解）
巴菲特



ISBN 978-7-5096-1829-5

责任编辑>杨国强

封面设计>刘艳南

经济管理出版社网址：www.E-mp.com.cn

定价：39.80元